

LA SITUATION DU MARCHÉ FINANCIER DEPUIS L'ARMISTICE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 15 Décembre 1943, à 14 heures

PAR

Raymond TELLIER

JURY DE LA THÈSE :

Président : M. NOYELLE, Professeur

Suffragants : MM. LHOMME, Professeur
LAUFENBURGER, Professeur

PARIS

MAURICE LAVERGNE, IMPRIMEUR
289, RUE SAINT-JACQUES, 289

1943

FACULTE DE DROIT DE PARIS

Nom du Candidat: **TELLIER.**

Prénom: **Raymond.**

Date de la soutenance: _____

Numéro d'ordre: _____

(Ces deux mentions seront complétées par le service de la Bibliothèque)

TELLIER (Raymond). — La situation du marché financier depuis l'armistice. — *Paris, Lavergne, Imprim., 1943, in-8°, 112 pages, 1 graphique.*

(Thèse de Droit, Paris, 1943, N° _____).

TELLIER (Raymond). — La situation du marché financier depuis l'armistice. — *Paris, Lavergne, Imprim., 1943, in-8°, 112 pages, 1 graphique.*

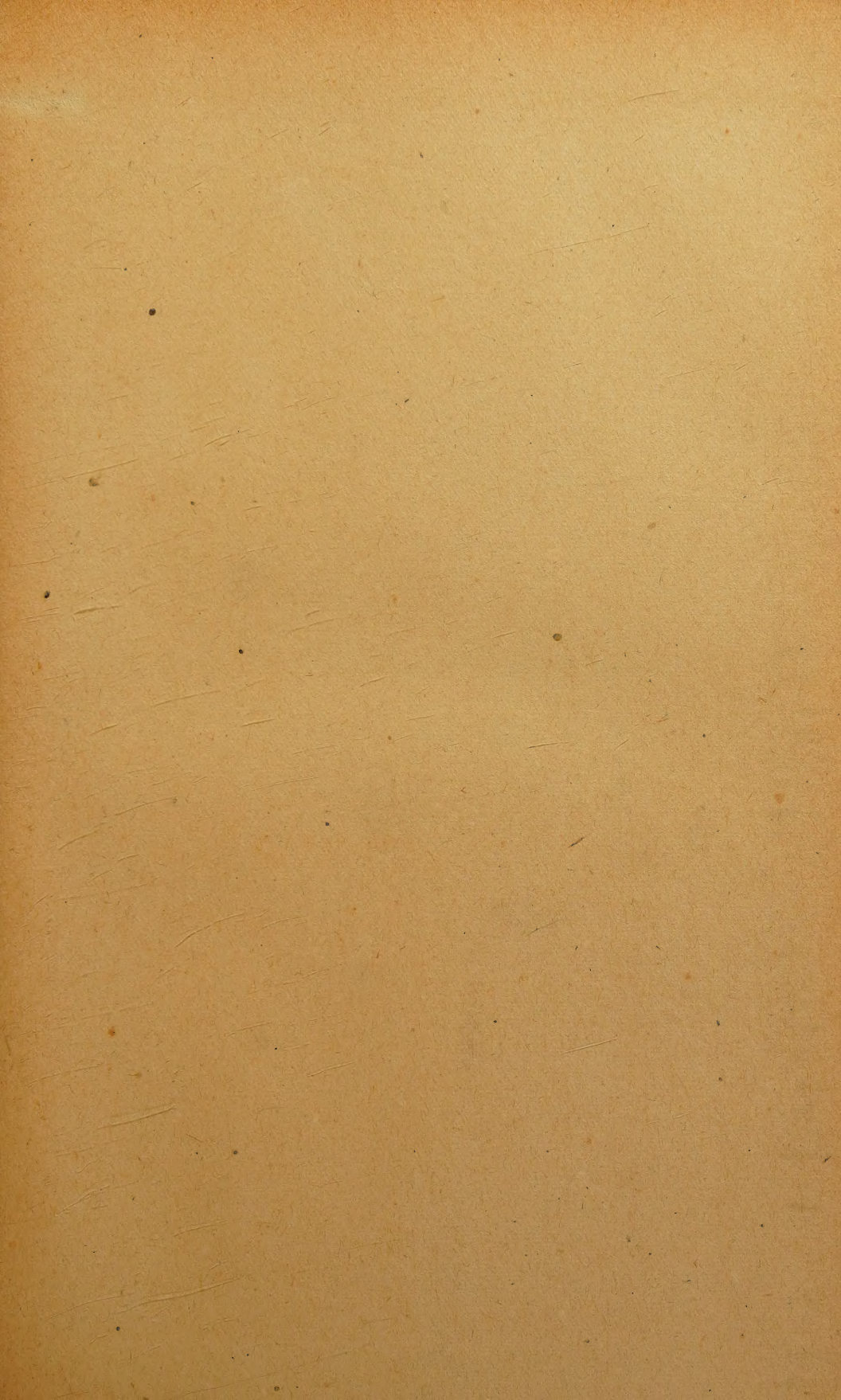
(Thèse de Droit, Paris, 1943, N° _____).

TELLIER (Raymond). — La situation du marché financier depuis l'armistice. — *Paris, Lavergne, Imprim., 1943, in-8°, 112 pages, 1 graphique.*

(Thèse de Droit, Paris, 1943, N° _____).

TELLIER (Raymond). — La situation du marché financier depuis l'armistice. — *Paris, Lavergne, Imprim., 1943, in-8°, 112 pages, 1 graphique.*

(Thèse de Droit, Paris, 1943, N° _____).



**La situation du Marché financier
depuis l'Armistice**

UNIVERSITE DE PARIS. — FACULTE DE DROIT

LA SITUATION
DU
MARCHÉ FINANCIER
DEPUIS L'ARMISTICE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 15 Décembre 1943, à 14 heures

PAR

Raymond TELLIER

JURY DE LA THÈSE :

Président : M. NOYELLE, Professeur

Suffragants : MM. LHOMME, Professeur
LAUFENBURGER, Professeur

PARIS

MAURICE LAVERGNE, IMPRIMEUR
289, RUE SAINT-JACQUES, 289

—
1943

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



A MON PÈRE

INTRODUCTION

La guerre, extraordinaire facteur de transformation, a fait subir à la vie économique une évolution accélérée et des changements profonds. Tous les secteurs de l'économie ont été touchés. Ses diverses branches, production, circulation, distribution ou consommation ont vu leurs rouages modifiés. Au mécanisme des prix, au libre jeu de la concurrence, à la seule poursuite du maximum d'avantages personnels l'Etat à l'origine plus contraint par les événements que poussé par son propre dessein, se voit obligé d'imposer sa volonté et son autorité ; à un capitalisme déjà atteint par des interventions de toute nature, l'Etat entend substituer un régime d'économie dirigée ; il doit « organiser et faire fonctionner l'économie suivant un plan méthodique ».

Le marché financier ne pouvait échapper aux conséquences de cette politique. Organisme caractéristique de l'économie capitaliste, s'il résiste à ce changement de régime, les conditions d'exercice de sa vie interne et sa fonction économique elle-même n'en sont pas moins directement transformées.

La bourse, lieu de rencontre d'agents économiques poursuivant par voie d'échange le plus grand gain monétaire possible, était par son degré de dématérialisation et d'abstraction, le type du marché dans la pureté de son fonctionnement. Le jeu de l'offre et de la demande s'y manifestait dans toute sa rigueur. L'épargne y venait en quête de

placement et les entrepreneurs en quête de capitaux. Enfin, elle mobilisait les capitaux déjà placés ; le mécanisme de restitution qu'elle assurait permettait la diffusion des titres qui y étaient cotés et le drainage des épargnes disponibles. Le rôle du marché était donc grand dans la circulation monétaire du pays par l'ampleur des capitaux qu'elle attirait dans son orbite, et, dans la vie économique, par l'importance de l'ajustement de ces capitaux aux investissements qu'il contribuait à réaliser.

La circulation monétaire ayant été bouleversée et devant se plier à des servitudes nouvelles, le marché financier lui aussi dut se soumettre aux exigences sans précédent qui lui furent imposées dans la ligne de l'effort commun. Nous essayerons donc d'examiner dans une première partie la situation du marché financier dans l'économie monétaire de guerre et le contrôle de son fonctionnement qui en résulte.

L'économie se transforme également, à la fois dans son esprit et dans sa structure. Ces changements, qui répondent au besoin d'une maîtrise et d'une direction d'ensemble des phénomènes économiques, affectent aussi le marché financier, et dans la mesure où ils seront durables ils permettent d'apercevoir les conséquences qui en résultent pour ce dernier. Nous examinerons dans une deuxième partie les modifications de formation de l'épargne et des modes de financement dans leurs rapports avec la fonction économique du marché financier.

PREMIÈRE PARTIE

L'ÉCONOMIE DE GUERRE

ET LE

FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ FINANCIER



CHAPITRE PREMIER

L'ÉTAT ET LE MARCHÉ DES CAPITAUX

L'Etat a toujours eu recours à l'emprunt, soit pour améliorer le flux de ses recettes, soit pour faire face à des dépenses exceptionnelles ou extraordinaires. En cela, il était semblable aux entreprises privées dans leurs pratiques financières, opérations de trésorerie ou investissements. Mais cette position s'est modifiée. Alors que pendant longtemps l'Etat n'eut recours qu'exceptionnellement au marché sur lequel il se présentait comme un simple particulier, sa prépondérance y est devenue indiscutable. L'évolution de son rôle, son intervention croissante dans la vie économique ont provoqué un développement considérable de ses dépenses ; le marché des capitaux est passé au service de la puissance financière de l'Etat et pourvoit de plus en plus à ses besoins.

Vingt ans après la fin d'une guerre mondiale, un nouveau conflit bouleverse la vie économique du pays. La tâche de l'Etat s'étend encore, augmentant ses dépenses dans des proportions jusqu'ici inconnues. La défaite ne fait qu'aggraver cette situation. Les finances publiques reflètent toutes les activités et souvent les soutiennent.

Le marché des capitaux a subi le contrecoup de ces transformations et de ces événements. Le marché financier en particulier a vu son activité profi-

ter de plus en plus à l'Etat, jusqu'au moment où celui-ci s'est acquis un véritable monopole des émissions à long terme. A l'heure actuelle, du fait des circonstances, sa fonction économique est en suspend et son mécanisme ne joue plus librement. Nous examinerons la position et l'attitude de l'Etat vis-à-vis du marché des capitaux et en particulier du marché financier, les conséquences du financement de la guerre et la situation présente de la bourse.

SECTION I. — L'ETAT ET LE MARCHÉ FINANCIER

En économie libérale, lorsque l'Etat s'adresse au marché financier, il le fait comme un particulier. Il s'efforce du reste de limiter le plus possible ses emprunts ; la doctrine en discute la légitimité et ne la reconnaît que dans certaines circonstances, emprunts en vue de travaux productifs, charges qu'il est équitable de répartir sur les générations futures. En aucun cas l'Etat ne doit gêner les entrepreneurs dans leurs opérations financières et dont l'activité est à la base du développement économique du pays ; il les laisse d'abord se servir et peut utiliser ensuite les capitaux « disponibles » (1), c'est-à-dire ceux qui apparaissent comme un surplus d'épargne par rapport aux besoins privés.

Le caractère public de ses emprunts ne permet pas d'éviter ou de modifier à son profit les conditions qui résultent sur le marché du libre fonc-

(1) Cf. G. Jèze : « Législation financière ».

tionnement de la loi de l'offre et de la demande ; il doit se concilier les exigences des épargnants et tenir compte de la situation créée par ses concurrents. Le niveau des fonds d'Etat marque l'approbation de la politique suivie par le gouvernement, le taux de capitalisation montre le prix que le porteur attache au service qu'il rend.

La bourse était le baromètre du crédit public ; le cours de la rente manifestait la confiance ou la méfiance des épargnants vis-à-vis de l'avenir de la monnaie et de la situation financière. Il indiquait au ministre des finances, qui avait peu de moyens d'action ou de pression sur lui, les possibilités d'un emprunt ou d'une opération financière quelconque et les modalités de leur réalisation. De plus, la part que l'Etat prélevait ainsi était faible en regard de celle qui contribuait à la marche des affaires par l'entremise des sociétés privées.

Ces positions relatives se modifièrent sensiblement. Cette évolution correspond aux modifications de structure qu'a subies l'économie. L'activité de l'Etat ainsi que son rôle se sont étendus à des domaines que l'on avait considérés jusque-là comme du ressort de l'initiative privée. Le secteur public de l'économie s'est considérablement agrandi, les interventions de l'Etat ont sans cesse été plus profondes et plus variées, il est devenu entrepreneur, industriel, transporteur et commerçant. Bien entendu, ses dépenses se sont accrues très rapidement, souvent plus vite que ses recettes. Dans bien des cas, l'Etat ne pouvait ou ne voulait remplir ses nouvelles fonctions dans le même esprit qu'une entreprise privée, la notion de service public a remplacé celle de rentabilité.

Les emprunts destinés au financement de ces

activités et à leur développement devaient également pourvoir à leur déficit.

Les appels de l'Etat au marché financier devaient croître. Le tableau ci-dessous montre l'importance relative des emprunts publics et privés. Alors qu'avant 1914 les émissions pour compte privé atteignaient 80 % du total des émissions, après la guerre de 1918, la situation est renversée et c'est l'Etat qui prédomine, à part les années 1929 à 1931, années de prospérité, et qui finit par éliminer presque complètement la concurrence des entreprises privées.

Pourcentage des émissions privées et publiques

MOYENNE	POUR C/ PRIVÉ	POUR C/ PUBLIC
	(actions et obligations)	
1910-13	80	20
1922	30	70
1926	48	52
1929	57	43
1930	72	28
1931	60	40
1932	21	79
1933	13	87
1934	16	84
1935	12	88
1936	6	94

Nous verrons même qu'en 1941 l'Etat légalise son monopole de fait en rendant nécessaire son autorisation pour toute opération sur le marché dépassant 50 millions.

Ces appels constants et croissants au marché révèlent une situation financière instable, un désordre dans les finances publiques et un grave déséquilibre budgétaire. Aussi, au fur et à mesure qu'il

emprunte, l'Etat craint de plus en plus tout ce qui peut compromettre son crédit, le mettre en question ou l'affaiblir. Il va s'efforcer de le défendre et l'importance de cette question l'amène à intervenir sur le marché.

Utilisant le mécanisme de l'offre et de la demande, il pense pouvoir, par des achats et des ventes opportunes des titres qu'il a émis, réussir à en soutenir le cours. La Caisse des Dépôts et Consignations, par l'importance de ses placements en fonds publics, exerce déjà une action analogue. Mais la crise de 1926 nécessite la création d'une Caisse autonome d'amortissement de la dette publique. Cette politique à courte échéance qui applique un remède sans vouloir agir sur les causes mêmes du malaise, aboutit en 1937 au Fonds de soutien des rentes.

D'une période de complète liberté où il était soumis aux conditions du marché, on arrive peu à peu à un moment où l'Etat cherche à s'y soustraire et à y faire régner des conditions qui lui soient favorables. Cette évolution marche de pair avec la puissance financière grandissante de l'Etat. Ce renversement des positions respectives de l'Etat et du marché est précipité par la guerre.

SECTION II. — LE MARCHÉ DES CAPITAUX ET LE FINANCEMENT DE LA GUERRE

La guerre fait à l'Etat une nécessité de mobiliser toutes les ressources du pays. Cette activité économiquement destructrice, augmente encore ses besoins. Les recettes d'impôt étant déjà insuffisan-

tés pour couvrir les dépenses ordinaires, il faut donc recourir constamment à l'emprunt ; cette pratique est élevée à la hauteur d'un système et, à l'heure actuelle, l'emprunt est considéré comme une source normale de revenu pour l'Etat.

Sans vouloir examiner les caractères nouveaux que revêt l'emprunt ainsi utilisé, ni la légitimité qu'on peut lui donner, il faut considérer ce qu'une telle conduite des finances publiques entraîne de transformations pour le marché des capitaux.

Cette politique d'emprunts continus nécessite avant tout un marché aussi large que possible, approvisionné d'une façon régulière et attirant à lui toutes les disponibilités pour pouvoir satisfaire à une demande énorme. « L'Etat doit pouvoir compter sur une formation régulière et ininterrompue de l'épargne et être sûr de se l'approprier selon ses besoins. Le succès des emprunts publics dépend essentiellement du bon fonctionnement d'un vaste marché des capitaux susceptible de centraliser l'offre de l'épargne » (2).

En même temps que l'offre, il faut organiser la demande, la surveiller afin qu'elle ne vienne pas troubler par une intervention inopportune, le courant créé au profit de l'Etat.

Comme conséquences de la guerre se surajoutant à la transformation du rôle de l'Etat et à l'abandon des solutions d'économie libérale, le marché des capitaux devient à son tour, après les interventions sur les autres marchés, un marché organisé et dirigé.

La politique de recours à l'emprunt est fort différente à l'heure actuelle de ce qu'elle était pen-

(2) Laufenburger : « Dette publique et richesse privée », Paris, 1942.

dant la guerre 1914-1918. En effet, deux types d'emprunts se présentent pour financer les dépenses de l'Etat, l'emprunt à long terme et l'emprunt à court terme correspondant respectivement au marché financier et au marché monétaire et ayant chacun leurs caractéristiques propres.

Pendant la guerre précédente (3), l'Etat fit appel aux deux marchés, l'émission croissante des bons de la Défense Nationale devant être consolidée par les emprunts à long terme :

RESSOURCES PROCURÉES PAR :

les Bons du Trésor
et de la Défense Nationale les emprunts perpétuels

(EN MILLIONS DE FRANCS)

1914.....	1.616				
1915.....	7.985	5 %	15.....	13.307	
1916.....	12.371	5 %	16.....	10.082	
1917.....	12.630	5 %	17.....	10.209	
1918.....	16.428	5 %	18.....	22.163	

Pour le financement de la guerre actuelle, le gouvernement s'est adressé jusqu'ici au marché monétaire, à l'exclusion du marché financier.

Cela suppose un approvisionnement sans défaut du marché monétaire.

La politique financière poursuivie tend à l'obtenir par l'organisation du circuit. A l'origine du fonctionnement du circuit, se trouve l'inflation,

(3) H. Truchy : « Les finances de guerre de la France », Paris, 1924.

l'augmentation de la quantité de monnaie en circulation que soulignent les chiffres suivants :

BILLETS ET COMPTES COURANTS CRÉDITEURS
DE LA BANQUE DE FRANCE
(EN MILLIARDS DE FRANCS)

21 Décembre 1939	164,8
1 ^{er} Juillet 1943	480,5

« Le déséquilibre persistant du budget dans une économie affaiblie provoque la création d'un pouvoir d'achat fictif ou si l'on veut de faux revenus. Cet excès de pouvoir d'achat doit être réduit au minimum et, lorsqu'il subsiste, stérilisé au fur et à mesure de sa distribution. » (4)

Le contrôle des revenus et des prix, la direction de la consommation et de l'emploi des revenus sont les principaux instruments de cette politique d'organisation du circuit qui doit stériliser et ramener sur le marché les signes monétaires mis en circulation par l'Etat.

Si un accroissement de la dette flottante est un grave danger, danger d'une demande massive de remboursements dépassant de beaucoup les souscriptions nouvelles, la formule du bon du Trésor présente de nombreux avantages.

Pour les épargnants et pour les banques, elle est un moyen commode de placements des capitaux disponibles, attrayant par sa simplicité et la brièveté de la durée du prêt ; la faculté de réescompte des bons auprès de la Banque de France est pour

(4) Rapport au Chef de l'Etat sur le projet de budget 1942. — J. O., 1^{er} janvier 1942.

les banques une précieuse garantie de liquidité. Pour l'Etat c'est un procédé avantageux par la souplesse qu'il présente et la possibilité qu'il offre d'une mobilisation rapide des épargnes. Il permet également de profiter au maximum de la baisse du taux de l'intérêt, conséquence de l'abondance des capitaux. L'argent est moins cher sur le marché monétaire et l'Etat peut y emprunter à moindre frais que sur le marché financier ; le taux de l'intérêt a constamment baissé depuis le début des hostilités :

Intérêt des Bons du Trésor à :	6 mois	1 an	2 ans
au 31 août 1939.....	2 1/2	3	3 1/2
17 mars 1941.....	2	2 1/2	3
29 septembre 1941..	1 3/4	2 1/4*	2 3/4

La différence est grande avec la guerre de 1914-1918 ; les bons de la Défense Nationale, en 1914, portaient intérêt à 5 %, quelque soit l'échéance ; dans la suite, les bons à 6 mois rapportèrent 4 ½ % et les bons à 3 mois 4 %. La politique de finance dirigée par la création de courants de capitaux et par leur direction a obtenu dans ce domaine un résultat sensible.

Le marché financier s'est trouvé jusqu'à maintenant écarté du financement de la guerre, son maniement moins aisé et surtout moins rapide, a fait utiliser de préférence le marché monétaire. Mais il demeure le mécanisme indispensable pour la consolidation de la dette flottante et pour les taches de reconstruction de l'économie de demain.

SECTION III. — LA SITUATION PRÉSENTE
DE LA BOURSE

La bourse fut réouverte aux négociations des fonds d'Etat et des valeurs à revenu fixe dès le mois de juillet 1940 ; les négociations des actions et parts de sociétés ne reprirent sur le marché de Paris que le 19 mars 1941. En permettant à cet organisme de fonctionner, l'Etat reconnaissait l'utilité du rôle qu'il remplit ; mais tout en l'employant d'une façon avantageuse à sa politique financière, il devait veiller à ce que le marché s'intègre dans le cadre nouveau de l'économie et à ce qu'il ne vienne pas contrecarrer l'action entreprise dans le domaine monétaire ; nous verrons l'utilisation du marché financier pour la gestion de la dette et son fonctionnement vis-à-vis du circuit.

Si elle ne joue qu'un rôle effacé dans le financement de la période de guerre et la vie économique actuelle, la bourse n'en est pas moins un instrument utile. Indépendamment du fait que son fonctionnement permet le contrôle des négociations des valeurs mobilières et facilite dans ce domaine l'action de l'Etat, elle est un témoin important de son crédit et de la confiance des épargnants. La facilité de la négociation des fonds d'Etat est une condition nécessaire de leur placement ; un empêchement ou un arrêt des transactions risque de transformer les emprunts en emprunts forcés, ce qui compromet toujours gravement le crédit de l'Etat. Or, à l'heure actuelle, celui-ci doit être protégé par tous les moyens et rien ne doit le faire mettre en doute.

En assurant la mobilité des titres, la bourse

procure au porteur la possibilité de réaliser rapidement son avoir, ce qui est une garantie de sécurité, et elle est pour l'Etat le moyen d'aménager sa dette sans amoindrir son crédit, un marché large et actif étant la condition de cet effort.

La bourse permet donc la gestion de la dette à long terme. L'abondance présente des capitaux ayant provoqué une baisse prononcée et durable du taux de l'intérêt, l'Etat et les entreprises privées ont pu mettre à profit cette situation favorable.

Ainsi que l'a souligné le ministre des finances au début de 1942, « La situation du marché financier n'a cessé de s'améliorer au cours de l'année 1941, si bien que le loyer de l'argent a pu être abaissé pour la dette à long terme comme pour la dette flottante. Une série de conversions portant sur une masse d'emprunts d'environ 50 milliards a diminué le poids des arrérages, les nouveaux emprunts étant émis à un taux net d'environ 4 %. » (5)

En effet, quelques mois après la réouverture complète de la bourse, les services publics et les grandes collectivités, les P.T.T., la S.N.C.F., le Crédit National, la Caisse autonome ont entrepris d'importantes conversions d'emprunts émis à un taux élevé entre 1935 et 1938. Au début de 1942, l'Etat a converti les emprunts 5 % 39, 4 % 25 et 4 $\frac{1}{2}$ % 37. La disparition de ces deux derniers emprunts à garantie de change témoigne du renforcement du crédit public.

Enfin, en mai et en juillet 1943, l'Etat a émis deux emprunts d'argent frais d'un montant de 10 milliards chacun et remboursables en trente ans.

(5) Rapport au Chef de l'Etat sur le budget de 1942. — J. O., 1^{er} janvier 1942.

C'est peut-être le début d'une nouvelle phase dans le financement de la période de guerre marquée par le recours à l'emprunt à long terme.

L'importance de ces opérations montre la place que tient encore le marché dans la vie financière du pays. Si actuellement son rôle est passif, il est prêt à rendre à nouveau à l'Etat les services que celui-ci pourra être amené à lui demander lorsque les événements rendront possible la consolidation de la dette flottante.

Il nous faut examiner maintenant si le fonctionnement de la bourse, malgré l'utilité qu'elle présente, n'est pas en contradiction avec un autre aspect de la politique monétaire.

Nous avons vu la nécessité qu'il y a à assurer un approvisionnement régulier et abondant du marché monétaire. Toute somme qui n'est pas employée à la consommation réglementée ou qui n'entre pas dans un cycle productif autorisé doit lui faire retour par le mécanisme du circuit. En conséquence, tout ce qui peut détourner les capitaux de cette voie et les aiguiller vers un emploi autre que celui que l'Etat leur réserve, doit être surveillé.

La bourse n'est-elle pas pour les capitaux une occasion d'échapper au circuit, n'est-elle pas pour eux un moyen avantageux d'éviter le bon du Trésor ? Il semble qu'elle se présente ainsi à ceux qui cherchent un placement pour leurs disponibilités et qu'elle constitue un danger permanent, une brèche dans le circuit, affaiblissant d'autant plus son courant que l'attrait exercé par le marché des valeurs à revenu variable est plus fort en période d'inflation et de dépréciation de la monnaie.

Cet attrait s'exercera encore plus violemment si la hausse des cours s'amorce et si leur ascension est durable et rapide.

On pouvait donc craindre que devant la situation politique, économique et financière, la bourse ne réagisse défavorablement ou que son activité ne vienne rompre la continuité du circuit.

La concurrence que la bourse peut exercer vis-à-vis du Trésor ou plutôt la similitude de leur action à l'égard de la redistribution des richesses et du circuit des capitaux a été soulignée par M. Laufenburger dans son étude sur « La bourse et le budget en tant que filtre économique » (6). « La bourse comme le budget, ou plus exactement son agent technique le Trésor, absorbent des instruments monétaires, ils immobilisent des revenus et des capitaux... »

En effet, on a souvent reproché à la bourse d'attirer à elle et d'immobiliser une masse importante de capitaux qui aurait fait défaut à l'activité productrice du pays. Cet accaparement provoquerait une véritable déflation entraînant une baisse des prix. La bourse serait également un facteur de déséquilibre pour l'économie d'autant plus nuisible qu'il ne correspondrait le plus souvent qu'à des manœuvres spéculatives. En période de hausse, par exemple, les capitaux s'y investissant diminueraient les dépôts en banque disponibles pour le commerce et l'industrie.

Par contre on a fait remarquer justement que la bourse étant un mécanisme de restitution et de mobilisation rapide des épargnes, celles-ci, au lieu de se constituer sous une forme monétaire, de rester thésaurisées, s'investissaient plus facilement et plus volontiers. La masse de monnaie mise à la disposition des producteurs, s'en trouve donc augmen-

(6) *Mélanges Truchy*, Sirey, 1938.

tée d'autant. De même, la hausse de la bourse peut faciliter les opérations de financement des entreprises par un abaissement du taux de l'intérêt.

S'il est difficile de savoir (7) quelle est la masse de capitaux nécessaire au fonctionnement du marché et qui, en période d'activité, est certainement considérable, de nombreux capitalistes, ainsi que les banques ayant l'habitude de placer en reports une partie de leurs sommes disponibles, il ne semble pas que cette masse de capitaux soit véritablement immobilisée.

Beaucoup d'opérations boursières ne se soldent que par des différences peu importantes, la pratique de la compensation est très développée, les règlements entre agents de change ne s'opèrent que de cette façon.

De plus, à tout achat qui fait converger des capitaux vers le marché, correspond une vente qui libère une somme égale. Ce n'est que dans le cas où le produit d'une vente est de nouveau employé sur le marché et dans la mesure où les sommes attirées vers lui restent dans son orbite que l'on peut parler d'une fixation temporaire.

Aussi, bien plus que d'un accaparement ou d'une immobilisation, s'agit-il actuellement d'une attraction des capitaux sans emploi. Cet attrait violent que peut exercer une hausse rapide à la bourse n'en serait pas moins un facteur de trouble pour le circuit monétaire.

En se tournant vers la bourse et en cherchant à s'y investir, les capitaux disponibles provoqueraient

(7) Les banques présentent sous une même rubrique un compte d'avances et de reports. Il est malaisé de distinguer la part de ceux-ci.

une poussée des cours qui serait un indice psychologique fâcheux.

Alors que la création continue de signes monétaires constitue pour l'économie un danger constant que l'on s'efforce de parer par l'action du contrôle des prix, une montée en flèche des cours de bourse serait un exemple trop visible et une indication pernicieuse pour les autres secteurs de l'économie, rendant plus difficile la résistance de l'administration.

Ce serait également un fait grave que cette précipitation des détenteurs de capitaux à leur faire quitter leur forme monétaire, à les échanger contre des titres de bourse à revenu variable considérés comme des valeurs réelles. Cette méfiance à l'égard de l'avenir du franc cette fuite devant la monnaie auraient été une attitude risquant de se généraliser et de tourner à la panique par la recherche exclusive de biens matériels aux dépens de la formation régulière d'une épargne se déposant dans les banques ou souscrivant directement aux bons du Trésor.

Une dépréciation accélérée de l'unité monétaire est le danger permanent d'une inflation massive, tout ce qui peut la souligner ou l'aggraver doit être l'objet d'une surveillance de tous les instants. La bourse qui exerce cette double action ne peut y échapper.

Du point de vue moral, une spéculation effrénée et prospère se développant au milieu des restrictions et de l'appauvrissement du plus grand nombre ne pouvait se concilier avec la recherche de la confiance et avec la stricte discipline nécessaire au bon fonctionnement du circuit. Multipliant par le spectacle de sa réussite les désirs de gains rapides et de profits faciles, elle aurait été également un obstacle à la direction des revenus.

En effet, cette hausse en bourse du cours des actions aurait eu pour autre résultat de contrecarrer les efforts entrepris pour limiter la part des revenus dépensée et encourager la formation de l'épargne, ainsi que pour éviter la création de nouveaux revenus. Les différences résultant des cours en hausse auraient été considérées par leurs bénéficiaires comme une source de revenu, alors qu'il ne s'agissait que de la variation de l'expression monétaire du capital ; elles auraient été employées en dépenses de consommation, une partie de l'épargne du vendeur aurait été consommée. Cette transformation de capital en revenu, d'épargne en revenu, est absolument contraire aux mesures destinées à assurer le fonctionnement du circuit et l'approvisionnement du marché monétaire.

Le rôle de la bourse comme transformatrice de courants économiques se trouve être, à l'heure actuelle, ou sans objet du fait de la stagnation de l'économie, ou nuisible du fait de la politique monétaire. Pour modérer l'attraction que la bourse exerce sur les capitaux dans une période trouble, et éviter les conséquences d'une hausse rapide des cours qui peut s'y manifester, sans toutefois se priver du concours qu'elle peut prêter, la bourse fut soumise à un contrôle rigoureux et à une réglementation sévère.

CHAPITRE II

LE CONTROLE DU MARCHÉ

Ne jouant qu'un rôle effacé dans le financement de la période de guerre et n'ayant été, jusqu'ici, utilisé que pour des opérations de gestion d'ordre secondaire de la dette publique ou des grandes collectivités, le marché financier reste un instrument utile et précieux pour le moment où une modification de la vie économique et financière permettra le retour à une activité réellement productive. Tout en maintenant le marché en état de donner à nouveau les services qu'il peut rendre, il était nécessaire et il entraînait dans le plan d'aménagement de la circulation monétaire imposé par la situation, de le contrôler, et de s'assurer que son fonctionnement ne puisse venir troubler les mécanismes créés en dehors de lui.

Nous avons vu que cette action devait avoir comme objectif principal d'éviter ou du moins de freiner et de limiter toute hausse spéculative précipitée résultant d'un emballement des détenteurs de capitaux. On voulait surveiller les prix que sont les cours de bourse tout en laissant fonctionner en apparence le jeu de l'offre et de la demande.

On ne pouvait songer à appliquer aux valeurs mobilières, un système de taxation ou de contrôle analogue à celui en vigueur pour le prix des autres marchandises. En effet, les cours de bourse sont le

résultat de nombreux facteurs les plus divers. La situation économique et géographique d'une entreprise, sa place dans l'économie nationale, son genre d'activité, les bénéfices qu'elle réalise, les possibilités d'avenir qu'elle peut avoir, de même que la politique de ses dirigeants et les dividendes distribués constituent les éléments les plus communs du jugement que l'on porte à son égard. Les conditions générales du milieu économique peuvent dans certains cas repousser au second plan ces caractéristiques ; depuis la guerre, l'inflation continue et la dépréciation monétaire qui en résulte devait augmenter la difficulté d'une appréciation des éléments corporels et incorporels de l'actif des sociétés. L'instrument de mesure de la valeur étant faussé, la mesure devient elle-même sujette à erreur.

La taxation et la fixation autoritaire des prix étant écartées, l'intervention devait se faire ou bien directement par une action sur l'offre et la demande, ou bien indirectement sur ce qui peut les influencer et par conséquent modifier leur volume. (1)

Nous examinerons successivement l'intervention sur le marché des rentes, la réglementation actuelle de la bourse et les mesures frappant les valeurs mobilières, enfin les résultats de cette politique.

(1) Une technique semblable avait été appliquée à maintes reprises avant guerre sur les marchés des diverses denrées alimentaires, mais la structure de ces marchés et du marché financier est bien différente et ne permet pas un rapprochement ; l'élasticité de l'offre et de la demande n'y est en rien comparable et les variations des prix n'y ont pas la même signification.

SECTION I. — L'INTERVENTION DE L'ÉTAT
SUR LE MARCHÉ DES RENTES

Le marché des rentes et des fonds d'Etat était déjà, avant la période présente, l'objet de plusieurs interventions. La Caisse des Dépôts et Consignations, par l'ampleur du volume des épargnes dont elle a la gestion, et la Caisse autonome d'amortissement, y jouaient un rôle important.

Mais la première, par son indépendance et toutes deux par le but qu'elles poursuivent, ne constituaient pas les organes nécessaires à la direction du marché.

Aussi, par le décret du 22 juillet 1937, un Fonds de soutien des rentes et des valeurs du Trésor à long et moyen terme est-il créé pour remédier à « l'abstention marquée des capitaux de placement ...circonstance qui ne va pas sans porter gravement atteinte au crédit de l'Etat », dit le rapport préliminaire. Cette abstention des capitaux avait entraîné « des écarts de cours importants d'une bourse à l'autre, voire même au cours d'une même bourse », écarts résultant « d'offres qui, dans un marché normalement actif, eussent été facilement absorbées sans qu'il en résulte une variation de cours notable ».

Mais il ne s'agissait que de « régulariser le marché des rentes, étant bien entendu qu'à l'instar du Fonds de stabilisation des changes, le nouvel organisme n'aura pas pour objet de s'opposer aux mouvements normaux résultant du libre jeu des transactions, mais seulement d'éviter des écarts de cours hors de proportion avec le volume des ordres qui les provoqueraient ».

On voit bien que s'il est question de lutter contre la spéculation et de contrecarrer ses manœuvres sur le marché des rentes par de judicieuses opérations d'achat ou de vente, il n'est, par contre, pas du tout question de diriger le marché, de stabiliser le taux de l'intérêt, ni surtout de vouloir exercer une influence quelconque sur la demande ou l'offre « normales ».

Mais ce que l'on considérerait comme normal à un moment donné, souvent n'est plus considéré comme tel et devient même nuisible et préjudiciable à un autre moment. Il en est ainsi à l'heure actuelle, et si l'abondance des capitaux en quête de placement a une heureuse influence sur les fonds et les valeurs à revenu fixe qui ont vite atteint le pair, ce qui a permis de nombreuses conversions, nous avons vu que cette influence est considérée comme tout à fait néfaste sur le marché des actions.

De plus, ici, on ne peut utiliser une technique analogue à celle du Fonds de soutien des rentes. Alors que dans le cas des rentes et des valeurs d'Etat il s'agissait de défendre ces titres contre une dépréciation provoquée par la spéculation, il s'agit maintenant d'arrêter ou de modérer la hausse des cours des actions des sociétés. L'Etat peut, dans certaines limites, enrayer la baisse de ses titres par une politique d'*open market*, mais il ne saurait employer ce procédé pour les autres valeurs. Une hausse de ces valeurs peut l'inquiéter si, par son ampleur, elle indique une fuite devant la monnaie, mais il ne peut la combattre par une offre proportionnée à la demande, car il lui faudrait disposer d'un portefeuille considérable. Enfin, ce procédé risquerait d'être de peu d'effet, car ce serait apporter de l'eau au moulin, plutôt qu'arrêter le courant lui-même.

En France, la vente des biens israélites n'a pas

provoqué de réactions durables sur le marché ; la liquidation d'une partie du portefeuille des sociétés dans certains pays étrangers, ne semble pas non plus avoir eu de résultats notables sur le déséquilibre du marché.

Aussi, n'est-ce plus en utilisant la loi du marché elle-même que l'on s'efforce d'atteindre la stabilité.

SECTION II. — CONTRÔLE ACTUEL DU MARCHÉ FINANCIER

On a cherché, par une série de mesures, à atteindre directement le mécanisme du marché financier et à influencer indirectement l'offre et la demande et, par là, la formation des cours. (2)

Nous distinguerons donc deux catégories de mesures mises en œuvre pour contrôler l'allure du marché premièrement des mesures proprement techniques visant à le modérer et à le stabiliser, deuxièmement des mesures indirectes tendant à agir sur les éléments de formation des cours.

(2) Nous laissons délibérément de côté la loi du 14 février 1942 (J.O., 15 février 1942) « tendant à l'organisation et au fonctionnement des marchés de valeurs ». Son Titre I institue un comité des bourses des valeurs, « il prend des décisions sur toutes les questions d'ordre général... formule des propositions de modifications aux lois et règlements concernant les bourses ». Le Titre II modifie légèrement la procédure d'admission des valeurs mobilières à la cote officielle. Le Titre III réglemente la profession des coulissiers appelés dorénavant courtiers en valeurs mobilières d'une façon analogue à celle des agents de change.

Cette loi, tout en accroissant l'emprise de l'Etat sur les bourses de valeurs par les facilités qu'elle lui donne d'intervenir dans leur fonctionnement, n'a pas modifié le mécanisme des transactions ni apporté d'innovations susceptibles d'influer sur la formation des cours.

1° — *Mesures techniques visant à modérer (et à stabiliser le marché*

La bourse des valeurs de Paris ne reprit la cotation des actions et des parts des sociétés françaises qu'le 19 mars 1941. Depuis le début du mois d'octobre 1940, la négociation des rentes et des valeurs à revenu fixe y avait lieu, mais deux mesures importantes avaient déjà modifié la physionomie du marché. Le marché à terme était interdit et l'accès des locaux de la bourse était réservé aux professionnels à l'exclusion du public.

Ces deux mesures cherchent avant tout à atteindre la spéculation.

Nous ne nous arrêterons pas aux discussions auxquelles donne lieu le marché à terme. Que celui-ci amplifie ou au contraire qu'il atténue les fluctuations des cours, qu'il crée lui-même les oscillations ou qu'il ait tendance à les niveler, qu'il soit un précieux auxiliaire du commerçant et qu'il soit pour lui une garantie contre les variations brusques des prix ou qu'il ne soit seulement qu'un instrument perfectionné de spéculation capitaliste, il n'en a pas moins deux caractères reconnus par tous et qui le rendent à la fois utile et nuisible. Seules les négociations à terme permettent de donner à un marché l'ampleur que nécessitent les opérations financières dont il est normalement le théâtre ; mais par contre elles deviennent vite un jeu auquel peu de personnes résistent.

Enfin, comme nous l'avons vu, le marché à terme accaparait une masse de capitaux assez importante, de nombreuses disponibilités étaient placées en reports. Cette seule raison suffisait à le faire

interdire, étant donné la préoccupation première d'assurer l'approvisionnement du circuit.

L'interdiction pour le public d'assister aux séances de la bourse se rattache également à la lutte contre la spéculation. A l'affût de la tendance, la foule, facilement influençable, pouvait rapidement modifier sa position et suivre les fluctuations du marché au moment même où elles se manifestaient. La publicité et la sensibilité qui en résultaient favorisaient à l'extrême le jeu sur les différences. Interdite au public, la bourse, pense-t-on, attirera moins l'attention ; mise en sommeil, elle doit rester à l'écart et éviter de créer autour d'elle une activité factice ou nuisible.

Aussi, ces deux mesures s'appliquèrent-elles au marché des actions.

Une autre disposition vise directement la spéculation, l'interdiction de faire à crédit des opérations de bourse sous quelque forme que ce soit. L'obligation pour le vendeur, de déposer ses titres avant de donner son ordre de vente et pour l'acheteur de verser ses fonds avant son ordre d'achat empêchent toute tentative d'opérations à découvert. Cette obligation strictement respectée dans les relations entre les particuliers et les intermédiaires a subi dans la pratique des relations des intermédiaires entre eux quelques assouplissements nécessaires.

A côté de ces interdictions deux mesures atteignent plus directement la formation des cours ce sont la réglementation de l'impôt de bourse et le système des cotations.

L'impôt devenant de plus en plus aux mains des gouvernements un moyen d'action économique, on devait naturellement penser à utiliser l'impôt de bourse pour agir sur elle. Une loi du 15 novembre 1941 donne au ministre des Finances la possi-

bilité de modifier la quotité de l'impôt par simple arrêté ; s'il est maintenant d'un maniement très souple, l'impôt de bourse, dont le taux est faible, peut freiner les transactions dans un sens ou dans un autre, mais il ne saurait s'opposer à un mouvement d'une grande ampleur. Par un arrêté du 6 décembre 1941, il a été porté de 1,10 à 5 0/00 pour les achats des valeurs à revenu variable et de droits de souscription.

Malgré ces mesures, un contrôle étroit des cotations était nécessaire pour s'opposer aux écarts violents qui auraient pu se produire. Se substituant au libre jeu de l'offre et de la demande, une décision des autorités du marché fixe les écarts maxima en cas de hausse ou de baisse, à 3 % dans les deux sens, écarts qui pouvaient même être réduits lorsque plusieurs variations maxima consécutives avaient eu lieu. Ce déséquilibre dans l'ajustement des offres et des demandes fit apparaître à plusieurs reprises une réduction extrême des ordres et l'impossibilité pendant plusieurs séances de coter une même valeur.

Pour rendre ces mesures pleinement efficaces, il fallait encore que la fraude ne se développe pas, c'est-à-dire que les négociations se fassent par les intermédiaires officiels et non au marché clandestin. L'exemple des autres marchés montre que la réaction aux mesures de contrôle est un effort pour s'y soustraire. Les lois sur la forme des actions et sur les cessions directes, en rétablissant l'unité du marché, répondent à cet objet.

L'article premier de la loi du 28 février 1941 décrète « les actions des sociétés françaises négociées sur un marché ne pourront être livrées aux acquéreurs que sous la forme nominative ». Cette loi souvent appelée loi sur la nominativité des ac-

tions n'impose en rien la forme nominative pour les valeurs déjà existantes ; elle implique seulement que les actions négociées en bourse resteront en dépôt dans les établissements de banque où les compagnies d'agents de change agréés à cet effet par l'administration ; les titres non convertis au nominatif restent soumis à la législation sur les titres au porteur, notamment en ce qui concerne la taxe de transmission. (3)

Conformément à l'article 3 de cette loi, la loi du 18 juin 1941 (J.O., 8 juillet 1941), institue une « Caisse centrale de dépôts et de virements de titres », qui aura pour objet de « recevoir tous dépôts de valeurs mobilières pour le compte des intermédiaires agréés » et de « faciliter par des opérations de virements de compte à compte la circulation de ces valeurs ».

Le fonctionnement de la C.C.D.V.T. est appelé à moderniser les négociations par la substitution de jeu d'écritures aux opérations matérielles de livraison et de manipulation des titres eux-mêmes mais du point de vue qui nous occupe elle a pour but de faire obstacle aux transactions clandestines qui auraient pour effet de rendre inefficaces les diverses mesures de contrôle du marché. (4)

Pour éviter la spéculation sur les titres non soumis, c'est-à-dire ceux sous la forme au porteur avant le 19 mars 1941 n'ayant pas fait l'objet de négociation depuis cette date et dont le dépôt à la C. C. D. V. T. n'est pas encore obligatoire, les ces-

(3) Le taux de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières qui était différent suivant la forme qu'elles revêtaient, a été unifié et porté à 30 %.

(4) Dans la mesure où les titres sont déposés à la C.C.D.V.T., elle s'oppose également à la fraude fiscale, notamment en ce qui concerne les déclarations de successions.

sions directes à titre onéreux sont réglementées et soumises à un enregistrement opéré par les agents de change ou les courtiers en valeurs mobilières. Le prix de cession doit être compris « entre le plus bas et le plus élevé des trois derniers cours moyens précédant la date de réception de la demande d'enregistrement ». (5)

Ces diverses mesures éliminant certaines formes de spéculation, suivant de près l'établissement des cours et assurant l'application réelle du contrôle en faisant disparaître la possibilité de s'y soustraire, si elles réglementent le fonctionnement de la bourse, n'atteignent pas les raisons de l'attrait que peuvent exercer les valeurs mobilières sur les détenteurs de capitaux. (6)

Examinons maintenant les dispositions prises pour arriver à ce résultat.

2° — *Mesures indirectes tendant à agir
sur les éléments de formation des cours*

Si on obtient ce résultat, c'est-à-dire si ceux qui ont des disponibilités ne recherchent plus comme placement les valeurs à revenu variable, à l'exclusion des valeurs à revenu fixe et en particulier des valeurs et titres publics, rentes et bons du Trésor, un embouteillage de la bourse, une hausse exagérée et précipitée des cours ne seront plus à craindre.

On aura obtenu, d'une façon indirecte, ce

(5) Le secrétaire d'Etat aux Finances peut, dans certains cas, autoriser un prix de cession différent.

(6) Nous verrons plus loin l'influence qu'a pu avoir à cet égard la loi sur la forme des actions.

qu'on ne pouvait obtenir directement sans bloquer les négociations et retirer toute activité au marché. Le problème de la formation des cours par la loi de l'offre et de la demande sera résolu et les dangereuses conséquences que l'on pouvait craindre du fonctionnement du mécanisme du marché seront écartées.

Les deux caractéristiques principales des actions des sociétés au point de vue de leur cours en bourse sont le revenu qu'on en peut attendre et la sécurité du placement qu'elles représentent, c'est-à-dire la conservation du capital et du pouvoir d'achat ; ces deux éléments étant bien entendu variables, on espère les voir évoluer favorablement dans le sens d'un accroissement du revenu et d'une augmentation du capital ou pour le moins de son expression monétaire.

Les lois sur les bénéfices des sociétés, leur limitation et la distribution de ces bénéfices pèsent directement sur le rendement des actions. La taxe sur les plus-values boursières visent le gain en capital.

Deux lois nouvelles atteignent les bénéfices des sociétés. La loi du 30 janvier 1941 organise un prélèvement au profit de l'Etat sur les excédents de bénéfices. De nombreux textes avaient déjà réglementé les bénéfices des entreprises travaillant pour la défense nationale ; la loi nouvelle modifie ces textes et institue un prélèvement temporaire sur les bénéfices de toutes les entreprises. Ce prélèvement temporaire porte sur les excédents de bénéfices par rapport aux exercices antérieurs, clos en 1937 ou en 1938. Le prélèvement est progressif et atteint 80 % pour l'excédent de bénéfice dépassant le bénéfice de comparaison. Une loi du 30 juin 1941 est venue assouplir ce prélèvement en exonérant de

nombreuses activités considérées comme indispensables à la vie économique.

La loi du 28 février 1941, sans instituer aucun prélèvement nouveau, limite les répartitions et distributions que les sociétés peuvent faire de leurs bénéfices. Elles ne peuvent distribuer à leurs actionnaires et porteurs de parts des sommes totales supérieures aux sommes qui leur ont été distribuées au cours de l'un des trois exercices clos avant le 1^{er} janvier 1940. Au cas où ces sommes n'auraient pas atteint 6 % du capital, ce chiffre serait la limite maxima des distributions autorisées. Ces dispositions sont valables jusqu'à la clôture de l'exercice en cours à la date légale de la cessation des hostilités.

Cependant, il faut bien remarquer que « la loi ne s'oppose pas à ce que l'assemblée générale ayant fixé d'après les règles statutaires le montant qui doit être réparti entre les associés et porteurs de parts bénéficiaires limite conformément aux règles générales le montant à distribuer puis décide que l'excédent des bénéfices par rapport à ce montant sera affecté à des réserves spécialisées appartenant soit aux associés soit aux porteurs de parts... Cette solution est d'ailleurs en harmonie avec le but poursuivi par la loi du 28 février ; cette loi entend interdire aux sociétés de se démunir au profit de leurs associés de sommes qui pourront un jour leur rendre de grands services et qu'il ne convient pas de jeter actuellement entre les mains des consommateurs. » (7)

Ainsi que l'a indiqué à la presse une déclaration de la Délégation générale du gouvernement dans les territoires occupés au moment de la pro-

(7) J. Hamel : « La limitation des dividendes et des tantièmes » (Loi du 28 février 1941).

mulgation de la loi « il a paru indispensable d'éviter que les actionnaires des entreprises françaises puissent dans la période actuelle recevoir des attributions exagérées du fait des circonstances exceptionnelles... La loi impose ainsi une sorte d'épargne forcée sur la rémunération du capital conforme à la politique du gouvernement ».

En empêchant les sociétés de mettre à la disposition de leurs actionnaires des moyens qui augmenteraient le pouvoir d'achat des consommateurs, la loi s'insère dans l'ensemble des mesures prises par l'Etat pour assurer le fonctionnement du circuit monétaire ; mais datée du même jour que la loi sur la négociation et la forme des actions, elle cherche également à influencer sur la tenue de la bourse. Le rendement des actions des sociétés étant strictement limité, cette réglementation devait, pensait-on, freiner sinon empêcher les spéculations à la hausse.

Pour compléter l'arsenal de ces mesures, la taxe sur les plus-values boursières s'attaque à la deuxième particularité que présentent les valeurs à revenu variable, la possibilité d'un gain en capital. (8)

Les plus-values réalisées par la revente de valeurs à revenu variable et obligations libellées en

(8) Cette plus-value boursière n'est aucunement comparable aux plus-values foncières ou immobilières résultant de travaux publics. L'amélioration indirecte du fonds ou de l'immeuble se traduit par un accroissement du revenu du bien considéré et la taxe sur la plus-value, bien que généralement perçue au moment de la mutation, est supportée par l'augmentation de ce revenu. Dans le cas des valeurs mobilières, nous avons vu que le revenu ne peut dépasser celui d'avant-guerre ; la taxe frappe directement le capital, c'est un véritable impôt sur le capital. Alors que dans le cas des biens foncières ou immobiliers, il peut y avoir une véritable

monnaies étrangères achetées depuis le 19 mars 1941 et dépassant 5 % étaient frappées d'une taxe du tiers par la loi du 15 mars 1941. C'était évidemment, se surajoutant à toutes les autres dispositions, un moyen d'une efficacité assurée pour enrayer la spéculation et arrêter une ascension vertigineuse des cours ; encore que le prélèvement ne fut que du tiers, celui-ci aurait sans doute suffi à décourager bon nombre de spéculateurs d'occasion, car les pertes, qui sont toujours possibles pour peu que le mouvement de hausse ne soit plus général ou même se renverse, n'entraient pas en ligne de compte pour le calcul de la plus-value.

On risquait même de dépasser le but recherché et de voir le marché financier complètement abandonné, aucune activité ne pouvant plus s'y développer assez librement. Aussi la taxe fut-elle remaniée à plusieurs reprises ; le délai de revente donnant lieu à perception fut fixé à un an (9), puis à trois mois, le taux étant lui-même ramené de 33 à 20 %. La portée de la taxe se trouve donc bien atténuée, mais elle est peut-être, à notre avis, encore plus sensible à l'heure actuelle en 1943 qu'en 1941 ou 1942 ; le marché s'étant lui-même retourné les opérations au comptant, telles qu'elles ont lieu, peuvent difficilement dégager un bénéfice en période de baisse.

plus-value, celle qui est frappée par la loi du 15 mars 1941 n'est que la manifestation dans le domaine des valeurs mobilières du phénomène général de la hausse des prix. Si l'expression monétaire de l'actif des sociétés s'est modifiée dans le sens que l'on sait, l'actif réel de la plupart d'entre elles est loin d'avoir évolué dans le même sens.

(9) La fixation d'un délai de revente marque le véritable sens de la taxe ; il ne s'agit plus d'atteindre une plus-value, dont nous avons indiqué le caractère hypothétique, mais de frapper un gain, une différence spéculative.

Ces diverses mesures forment un ensemble cohérent. Elles enserrant le marché dans une étroite réglementation, tous les aspects dangereux de son activité sont surveillés.

D'autre part, elles permettent d'effectuer une discrimination profonde entre les divers types de valeurs ; les valeurs à revenu fixe échappent à la plupart d'entre elles, majoration de l'impôt de bourse, taxe sur les plus-values, dépôt à la C.C.D. V.T.

Si la nécessité d'un contrôle de la bourse à l'heure actuelle n'est généralement pas discutée, la politique suivie à son égard et particulièrement les conséquences et les effets techniques de certaines dispositions ont été vivement critiquées.

Pour assurer les négociations tout en évitant un emballement des cours, il aurait fallu, au lieu de restreindre l'étendue du marché, élargir le plus possible le volume des échanges afin d'éviter un déséquilibre entraînant de fortes variations de cours. Or, on a écarté le marché à terme qui, dit-on, contribue à rétablir l'équilibre et on a institué un système de cotation dont la rigidité, entraînant de fortes réductions des demandes, provoque une augmentation de celles-ci, alors qu'une mesure comme la taxation des plus-values écarte du marché des vendeurs éventuels qui se gardent bien de diminuer leurs bénéfices.

Ces critiques, qui seraient en partie valables dans une période normale, ne sont pas pertinentes étant donné la situation et le but recherché ; elles ne tiennent pas compte de l'ensemble de la politique financière du gouvernement, de la place qu'y occupe le marché financier et du rôle effacé qui est le sien à l'heure actuelle.

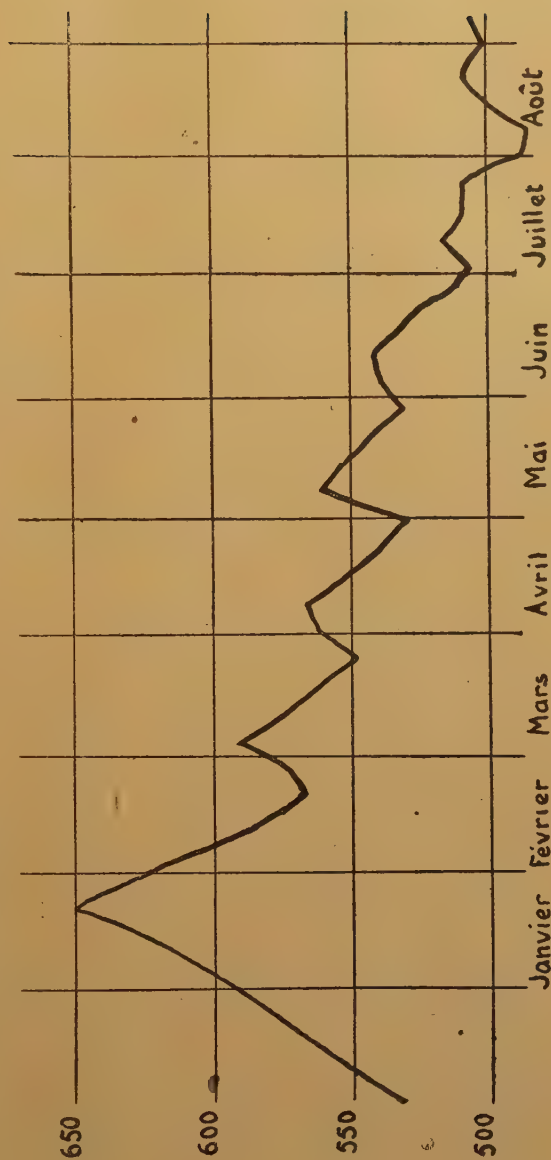
INDICE DES COURS (BASE 100 EN 1938)

Ensemble des 300 valeurs françaises à revenu variable

	1939	1940	1941	1942	1943
Banques (20)	18,8	31,5	21,6	30,12	—
Assurances (15)	112	134	222	590	22,1
Houillères du Centre (8)	113	111	178	448	651
Houillères du Nord (11)	130	107	151	470	510
Houillères du Nord (11)	125	256	561	1.326	499
Industries extractives	110	96	281	830	1.452
Forges et aciéries (12)	112	174	328	826	986
Constructions mécaniques (23)	104	99	166	442	865
Matériaux de construction (12)	127	162	296	680	492
Produits chimiques (17)	102	151	491	1.237	776
Industries textiles (14)	107	140	273	609	1.403
Chemins de fer et tramways (13)	130	217	345	1.206	696
Energie électrique (22)	107	106	163	296	1.298
Alimentation (14)	117	116	255	677	313
Sociétés coloniales (22)	94	116	200	624	668
Gaz	111	181	275	685	679
Valeurs étrangères (20)	117	110	300	477	767
Ensemble de 50 valeurs françaises à revenu fixe	82	102	143	260	511
Rente 3 % perpétuelle	116	111	146	148	269
— 4 $\frac{1}{2}$ % 1932	100,8	94,5	128,8	130,6	148,4
— 3 $\frac{1}{2}$ % 1942	109,3	104,5	132,8	134,2	133,1
Chemins de fer 3 %	119,0	115,4	160,1	149,6	132,3
— 4 %	116,5	114,6	143,3	164,4	150,9
Obligations industrielles 3 %	112,6	110,4	128,6	143,4	165,6
— 4 %	116,8	109,9	151,5	130,5	143,8
—	—	—	—	160,1	132,3
—	—	—	—	160,1	160,2

STATISTIQUE GÉNÉRALE DE LA FRANCE

INDICE DES 300 VALEURS FRANÇAISES À REVENU VARIABLE (ANNÉE 1943)



SECTION III. — LE COMPORTEMENT DE LA BOURSE

Nous avons vu la réglementation qui enserré la bourse, examinons maintenant son comportement. Deux points de vue s'imposent : l'évolution des cours et celle des rendements.

La Statistique Générale de la France donne chaque semaine des indices des cours des valeurs. En 1942, la base de son indice qui était de 100 en 1913 a été ramenée à 100 en 1938 facilitant ainsi les comparaisons avec une période plus rapprochée, l'immédiate avant-guerre.

Le tableau ci-contre montre l'évolution des cours jusqu'au 22 janvier 1943, date du maximum atteint par l'indice général des actions. Depuis et jusqu'au mois d'août 1943, une baisse sensible s'est manifestée ; le graphique ci-joint la figure. De 651, l'indice général était passé à 517 le 25 juin.

Le soin apporté à la confection de l'indice général (celui-ci est obtenu par moyenne pondérée des indices des groupes, les coefficients de pondération étant proportionnels à la capitalisation boursière de chaque groupe à l'époque de base), atténue et fait même disparaître les différences de variation des indices des divers groupes. Ceux-ci présentent de grands écarts.

Au 22 janvier 1943, l'indice général est à 651, mais pour les houillères du centre, l'indice est à 1.452 et, à 986, pour celles du nord. Comme pendant la dernière guerre, les premières profitent de l'insuffisance de combustibles et de l'exploitation intensive des mines malgré les difficultés ; les entreprises marginales deviennent bénéficiaires. Éga-

lement les charbonnages apparaissent dans la recherche des biens réels comme ayant un caractère tout particulier de permanence.

Le groupe des matériaux de construction est à 1.403. Ce niveau reflète les perspectives d'avenir de ces sociétés pour la période de reconstruction et l'importance des travaux qui seront à réaliser. Loin d'évoluer dans le même sens que l'indice général, cet indice continue à progresser, il est à 1.502 le 11 juin 1943. Les industries textiles sont à 1.298 ; très touchées avant guerre par la crise, une activité même réduite à l'heure actuelle et la liquidation de leurs stocks leur ont procuré de gros bénéfices.

Viennent ensuite les industries extractives, les sociétés coloniales, les constructions mécaniques, l'alimentation, l'industrie électrique et les produits chimiques.

Sont au-dessous de l'indice général les gaz, les forges et aciéries, les assurances, les banques, les valeurs étrangères et les chemins de fer et tramways. Ce dernier groupe a atteint un maximum de 313 ; ces sociétés le plus souvent déficitaires ne présentent guère la possibilité de bénéfices importants. Pour les valeurs étrangères, il ne semble pas que l'indice ait une signification vraie ; l'étroitesse du marché de Lyon, la difficulté des négociations souvent impossibles pendant plusieurs séances, contribuent à fausser les cours et à les rendre fort différents de ceux qui s'établiraient sur un marché libre. Il faut retenir pour ce groupe sa progression presque constante.

En ce qui concerne les assurances et surtout les banques, on a fait remarquer que malgré leur activité, ces sociétés se trouvent défavorisées par l'inflation et la dépréciation monétaire ; leur actif composé de créances exprimées en monnaie subit le

contrecoup de la baisse de la valeur de celle-ci, l'abondance et le bon marché de l'argent amoindris-
sent les services des banquiers.

A-t-on réussi à limiter la hausse des cours ?

Au premier abord, il semblerait que l'on se
trouve en face d'un échec complet. Cependant, il
faut remarquer que l'indice est rapporté à l'année
1938 = 100.

La plupart des mesures destinées à agir sur le
marché n'ont été prises qu'au moment de la réou-
verture de la bourse de Paris, le 19 mars 1941. Le
marché de Lyon, qui avait pris une grande impor-
tance à la suite des événements, division de la Fran-
ce en deux zones, fermeture momentanée du mar-
ché de Paris, avait fonctionné sans interruption.
Aussi, à la réouverture de la bourse de Paris, la co-
tation des valeurs se fit-elle sur la base des cours
de Lyon à cette date.

L'indice du 22 mars est donc celui auquel il
faut rapporter les autres si on veut se rendre compte
de l'évolution des cours depuis la reprise des négoc-
iations.

Le maximum de 651 atteint le 22 janvier 1943
représente par rapport à l'indice du 22 mars 1941,
222, presque trois fois ce niveau.

Nous avons vu qu'il ne s'agissait pas de fixer
autoritairement le niveau des cours, mais tout en
conservant la possibilité des négociations et la sou-
plesse du marché, de limiter cette hausse et surtout
d'éviter une hausse continue et accélérée dénotant
un manque de confiance dans la monnaie et la dé-
préciant aux yeux de tous.

A cet égard, l'allure prise par le marché depuis
le 22 janvier 1943, peut être considérée comme une
réussite. Le mouvement ascensionnel qui l'avait ca-
ractérisé jusque-là et qui semblait dangereusement

orienté d'une façon invariable à la hausse, a été brisé et a fait place à un mouvement de repli et à une grande réserve.

Par suite, le marché a perdu beaucoup de son attrait. Les réglementations qui l'enserrent et qui frappent les valeurs mobilières sont devenues beaucoup plus sensibles, accentuant la discrimination entre valeurs à revenu variable et valeurs à revenu fixe.

Les chances de gain ayant beaucoup diminué, le poids de la taxe sur les plus-values est plus lourd, car, dans son calcul, comme nous l'avons dit, les pertes ne viennent pas en déduction des bénéfices.

Il faut également marquer, à notre avis, l'influence de la loi sur la forme des titres et l'institution de la C.C.D.V.T. qui étend peu à peu ses opérations. L'épargnant français était habitué aux valeurs au porteur ; il tenait à cette forme de titres qui lui offrait la possibilité de conserver par devers lui son placement ; cette possession matérielle lui permettait diverses opérations de gestion qui renforçaient le sentiment qu'il avait de sa propriété. Aussi imposée sans ménagement et entraînant à la charge du porteur de lourds frais supplémentaires, sans qu'il puisse s'y soustraire, cette mesure risque de détourner son attention de ces valeurs ; elle marque une évolution profonde du contenu juridique et psychologique du droit de propriété en ce qui concerne les valeurs mobilières.

Les valeurs à revenu fixe ont également bénéficié de l'abondance des capitaux. L'indice des cinquante valeurs donné par la S.G.F. a augmenté de plus de 48 % par rapport à 1938 ; le 3 % perpétuel de plus de 30 %.

Mais contrairement à la hausse des valeurs à

revenu variable, cette hausse est envisagée favorablement car elle reflète, dans une certaine mesure, la confiance dans la monnaie et l'amélioration du crédit de l'Etat ; elle permet lorsque les cours atteignent le pair, de procéder à des opérations de conversion ; celles-ci ont été nombreuses.

La baisse du taux de capitalisation de ces valeurs est également un signe certain de la hausse des cours. Or, depuis 1938, on assiste à une baisse profonde du taux de ces valeurs.

Pour les 50 valeurs à revenu variable, il est passé de 6,10 en 1938 à 3,08 en 1942, soit une baisse de plus de moitié. Le 3 %, qui se capitalisait à 4,02 en 1938, se capitalise à 3,14 en 1942. Enfin, soulignant encore la baisse du loyer de l'argent et le bon marché du crédit, le taux des obligations émises passe de 6,93 en 1938 à 3,73 en 1942.

Dans le domaine des valeurs à revenu fixe, la réussite du gouvernement est totale.

Le tableau ci-dessous présente l'évolution des taux monétaires pour les différents types de valeurs :

	Valeurs à revenu fixe	3 % p.p.	Obligations émises	Valeurs à revenu variable
1938	6,10	4,02	6,93	4,29
1939	4,97	3,95	5,71	4,26
1940	4,79	3,06	5,91	3,99
1941	3,40	3,19	4,50	1,94
1942	3,08	3,14	3,73	1,22
1943 janvier..	2,80	3,04	3,77	0,91
— février ..	2,85	3,00	3,68	0,99
— mars ..	2,92	3,10	3,71	1,01
— avril ..	2,89	3,13	3,70	1,05
— mai ...	2,92	3,14	3,81	1,04
— juin ...	2,88	3,10	3,90	1,05

L'analyse du rendement des valeurs à revenu variable est plus complexe, car il dépend de deux éléments qui peuvent évoluer en sens contraire, le dividende et le cours de l'action qui sont ceux que les mesures prises veulent atteindre. Cependant, il nous donnera une indication significative sur la situation présente du marché boursier.

La S.G.F. nous donne quelques éléments de comparaison (malheureusement, depuis novembre 1942, il n'est plus publié d'indice du revenu :

	1913	1939	1941	1942
			(21 mars)	(27 mars)
Indice de 300 valeurs à revenu variable	100	229	532	1.020
Revenu moyen de ces valeurs	100	228	265	257

La proportion entre le revenu et le cours était la même en 1939 qu'en 1913, mais depuis, alors que le revenu n'a que peu varié, résultat de la limitation des dividendes, l'indice des cours a progressé rapidement.

L'évolution du taux de capitalisation souligne également ce déséquilibre, image de l'afflux des capitaux vers la bourse.

De 4,29 en 1938, il est passé à 1,22 en 1942, et se trouve être à 1,0 pour le premier semestre 1943. C'est la première fois que le taux de capitalisation de ces valeurs est aussi bas. Jusqu'à la période actuelle, ce taux était assez stable, variant d'un minimum voisin de 3 % à un maximum dépassant rarement 5 %, oscillant le plus souvent aux environs de 4 %.

Le rendement ne semble plus être un des sou-

cis de l'épargnant ; la recherche de la conservation du capital semble l'avoir repoussé au second plan malgré les risques de cette hausse spéculative des cours.

Les perspectives d'une augmentation des dividendes des sociétés étant limitées, la considération du rendement finira par reprendre toute son importance dans l'évaluation des valeurs mobilières à revenu variable.

DEUXIÈME PARTIE

*LES MODIFICATIONS DE STRUCTURE
DE L'ÉCONOMIE ET LE MARCHÉ FINANCIER*

Les transformations profondes qui ont affecté le marché et les mécanismes financiers en général, ont été le reflet des importantes modifications de structure de l'économie. L'économie dirigée ne laisse, en dehors de son action directe ou indirecte, aucun secteur ni aucune manifestation de la vie économique.

Aussi, l'attitude des pouvoirs publics vis-à-vis de la bourse reflète, en même temps que leurs préoccupations immédiates sur le fonctionnement du circuit monétaire, les changements d'aspect et de structure dont sont le théâtre les phénomènes économiques qu'elle met en rapport.

Intermédiaire entre l'épargne et l'activité créatrice de capital, le marché financier devait subir le contre-coup de ce qui influe sur elles.

Réciproquement, une modification du mécanisme et du fonctionnement du marché a des répercussions sur ces manifestations de la vie économique.

L'évolution de la fonction du marché financier, son importance et sa place dans un système économique, mettent en lumière des ressorts vitaux de ce système.

L'existence de biens capitaux en nombre considérable et leur rôle dans le processus de la production sont caractéristiques de l'économie contemporaine. Aussi, leur mode de formation et leur distribution dans les différentes branches de l'industrie et du commerce servent à déterminer les divers types d'économie.

De la formation libre de l'épargne par une série d'actes individuels et de son engagement dans la production guidé par la recherche de la plus haute rentabilité par l'intermédiaire de la concurrence sur le marché, à l'épargne autoritaire forcée et collective et à sa distribution fixée par les normes du plan établi par l'Etat, se situent de nombreuses déformations de ces schémas.

L'examen des caractères nouveaux de l'épargne en France à l'heure actuelle, ainsi que ceux des opérations de financement, nous montreront quelques aspects de notre économie, de ses tendances et de la direction dans laquelle elle s'engage.

CHAPITRE III

L'ÉPARGNE

C'est un lieu commun de souligner la part de l'épargne dans le développement industriel qui a pris son essor au XIX^e siècle.

Cependant, il est nécessaire de bien apercevoir la liaison entre ces deux phénomènes, le développement de l'épargne productive et des biens de production. En même temps que se transforme le processus de la production, qu'il s'allonge par l'intervention de machines nombreuses et complexes, en un mot que son intensité capitaliste croît, les mécanismes du crédit se perfectionnent et s'adaptent au rythme nouveau. L'évolution de la technique se répercute sur l'organisation économique et ses rouages. Par le moyen du crédit, des banques, des sociétés par actions et de la bourse des valeurs, le régime capitaliste pourvoit à la constitution du capital en valeur avec le même succès qu'à la constitution du capital en nature. Les capitaux en valeur accumulés par l'épargne circulent sans cesse des épargnants aux producteurs. Des liens, des rapports de dépendance mutuelle s'établissent entre la création des capitaux en nature et la création des capitaux en valeur ; étroitement liées, ces deux catégories de capitaux tendent efficacement à se développer l'une par l'autre.

« Le perfectionnement des mécanismes du crédit et la multiplication des titres de crédit encou-

rage l'épargne par les facilités, par les compléments de sécurité qu'ils lui procurent. L'utilisation par les entreprises créatrices de capitaux en nature du pouvoir d'achat mis en réserve par l'épargne, permet à ces entreprises de se développer, d'autant plus que ce pouvoir d'achat est plus important. D'autre part, le développement des entreprises créatrices de capitaux en nature par la multiplication des choses utiles qu'elles produisent, par les revenus plus importants qu'elles procurent à tous leurs participants, leur permettent d'épargner davantage et de mettre à la disposition des entreprises plus de capitaux en valeur. Le développement de l'épargne et du placement favorise la production ; le développement de la production favorise l'épargne et le placement. Ainsi, l'accumulation du capital en nature et celle du capital en valeur apparaissent comme indissolublement liées entre elles et au régime capitaliste tout entier. » (1)

C'est également un lieu commun de dire que cette accumulation prodigieuse de l'épargne dans notre pays était le fait de tous les Français. Elle était le résultat d'une série d'actes individuels, la somme d'une multitude de décisions particulières, d'opérations menées à bien librement, de prévisions personnelles. Mais cette démocratie avait les mêmes défauts que la démocratie politique ; impuissante à agir directement, elle remettait le pouvoir à quelques-uns et se laissait guider par eux : aussi, arrivait-il que, n'ayant pas su discerner les véritables capacités de ceux auxquels elle se confiait, elle en supportait entièrement les conséquences. L'Etat autoritaire, jaloux de toute activité indépendante,

(1) L. Brocard : « Conditions générales de l'activité économique », Truehy, II, 1935.

est porté à mettre la main sur la puissance qu'elle confère, et entend la conduire où il veut et l'utiliser à son profit. Il n'est pas sûr qu'elle ait gagné au change.

Les transformations qu'a subies l'épargne ne se sont pas faites brusquement. Si, depuis la guerre, l'emprise de l'Etat s'est appesantie sur elle d'une façon presque absolue et l'a marquée profondément en lui donnant des caractères entièrement nouveaux, l'épargne avait, depuis longtemps, évolué, comme le reste de la vie économique.

Le fait économique qu'est l'épargne s'est modifié en même temps que s'est modifiée la structure du système capitaliste. Les modifications ont atteint à la fois les formes et la technique de l'épargne.

« Dans le capitalisme atomique, libéral et de petites unités, l'épargne se présente très essentiellement comme une épargne individuelle et libre. De très nombreux consommateurs renoncent à des biens directs qu'ils pourraient se procurer. Ils obtiennent des sommes qu'ils confient à des instituts bancaires qui, eux-mêmes, sont très nombreux, et de petites dimensions. Ces instituts se font concurrence ; il leur est malaisé d'acquérir une position de puissance à l'égard de leur clientèle ou à l'égard de l'Etat. L'épargne est individuelle non seulement par son point de départ, mais encore par les organismes de sa transmission. » (2)

Dans un capitalisme de grandes unités, de groupes, les instituts de crédit sont concentrés. L'épargne trouve en face d'elle des établissements dont les dimensions se sont considérablement ac-

(2) F. Perroux : « Cours d'économie politique », 1^{re} édition, 1938.

crues ; de plus, l'Etat intervient et impose de nombreuses règles qui l'atteignent indirectement. En développant l'épargne obligatoire sous diverses formes et en l'orientant vers des caisses qu'il contrôle, il en augmente la masse directement à son service. Puis avec la guerre, il en vient à suivre de près le placement de toutes les épargnes et à en promouvoir la formation.

Nous examinerons quelques données relatives à l'épargne en formation, l'importance croissante prise par certains organismes, l'évolution de l'épargne depuis la guerre et les caractères nouveaux de l'épargne actuelle.

SECTION I. — IMPORTANCE CROISSANTE DE CERTAINS ORGANISMES

L'industrie de l'assurance n'a pris tout son développement en France qu'après la guerre de 1918. Par le nombre grandissant des assurés, par l'importance sociale de leur rôle de gestion de capitaux d'épargne, les sociétés de capitalisation et d'assurance sur la vie (3) devaient voir l'emploi de leurs fonds réglementé par l'Etat. Cette réglementation et ce contrôle de l'Etat sur les placements des compagnies d'assurances sont très étroits. Les valeurs de l'Etat ou jouissant de sa garantie, les obligations du Crédit Foncier et des grandes compagnies de chemins de fer sont, avec les actions de la Banque de France, les immeubles ou prêts hypothécaires,

(3) Nous ne retenons que les fonds dont disposent l'assurance-vie et l'assurance capitalisation ; ils constituent seuls de l'épargne à l'exclusion des fonds des autres branches.

les bons des monts de piété et les prêts aux départements, communes et chambres de commerce, les placements autorisés sans limitation et au moins jusqu'à concurrence des trois quarts comme emploi de fonds.

L'Etat impose ainsi à ces capitaux d'épargne une direction qu'ils n'auraient probablement pas prise d'eux-mêmes ; il les conduit vers des emplois qu'il entend favoriser, créant des courants différents de ceux qui résulteraient de la libre concurrence.

La progression de cette masse de capitaux est figurée par le tableau suivant :

PRIMES PAYÉES AUX ASSURANCES SUR LA VIE
ET SOCIÉTÉS DE CAPITALISATION

(Institut Scientifique de Recherches Economiques et Sociales)

(EN MILLIONS)

	VIE	SOCIÉTÉS DE CAPITALISATION	TOTAL
1913.....	360	61	421
1920.....	418	125	543
1922.....	555	227	784
1924.....	654	316	970
1926.....	810		
1928.....	1.244	673	1.917
1930.....	1.831	904	2.735
1932.....	2.144	1.049	3.193
1934.....	2.313	1.051	3.364

Le développement des caisses d'épargne a été encore plus grand.

Par le souci constant de servir à leurs déposants un intérêt élevé, par une prudence de gestion écartant l'utilisation de la clause de sauvegarde dans les moments difficiles et enfin par l'augmentation du maximum autorisé par dépôt qui, de 1.500

francs en 1911, fut porté à 20.000 francs en 1936, puis à 25 et 46.000 récemment, les caisses d'épargne attirent vers elles une énorme masse de capitaux. Les fonds en sont directement gérés par un organisme d'Etat, la Caisse des Dépôts et Consignations.

Enfin, en instituant le régime des assurances sociales, l'Etat allait provoquer la formation d'une épargne obligatoire considérable ; la gestion en est également confiée à la Caisse des Dépôts et Consignations. Cette dernière, qui centralise de nombreux autres dépôts, est devenue la plus importante banque française par le volume de ses fonds.

Voici la progression de ces caisses :

	CAISSES D'ÉPARGNE (ordinaires et nationale)	CAISSE D. ET C. (total des fonds gérés)
	(EN MILLIONS)	
1911.....	5.613	9.000
1920.....	8.187	
1922.....	10.849	
1924.....	11.996	
1926.....	15.655	
1928.....	27.047	38.800
1930.....	38.803	56.400
1932.....	57.283	83.200
1934.....	60.021	91.000
1936.....	58.897	99.575

Nous n'avons mentionné que les principaux organismes ou instituts publics contrôlés par l'Etat dont le rôle est de rassembler les épargnes en formation et de les gérer. Mais même en laissant de côté les nombreuses entreprises du secteur public de l'industrie bancaire, on voit que la concurrence officielle, dans la collecte de l'épargne que fait l'Etat aux banques privées, est devenue très importante. L'augmentation de l'afflux de l'épargne vers les

caisses dépendant de l'Etat est plus accentuée que l'augmentation de celle qui se dirige vers les banques.

Voici quelques chiffres donnés par M. A. Pose, dans « De la France d'avant-guerre à la France d'aujourd'hui » : (4)

« Alors qu'en 1910, les dépôts dans les caisses d'épargne s'élevaient à 5.640 millions, ils atteignaient, en 1934, 60.600 millions. Au 31 décembre 1936, l'avoir des caisses d'épargne à la Caisse des Dépôts et Consignations s'élevaient à 39.537 millions contre 4.312 millions au 31 décembre 1911. Pour quatre établissements de crédit (Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir d'Escompte, Crédit industriel et commercial) le total des dépôts atteignait au 31 décembre 1911 un peu plus de 5 milliards.

Au 31 décembre 1936, le chiffre correspondant dépassait légèrement 28.300 millions, soit un coefficient d'augmentation de 5,6. Si l'on tient compte du fait que le franc de 1911 valait un peu plus de 7,65 francs au 31 décembre 1936, on aboutit à cette conclusion que, pour rester à la parité de 1911, les établissements de crédit considérés auraient dû, en 1936, aligner environ 38 milliards. Ils étaient en gros à 10 milliards en dessous. On constate d'ailleurs que l'importance relative des banques autres que les quatre grands établissements de crédit a sensiblement diminué depuis la guerre : de 60 % du total des dépôts à la fin de 1913, la proportion de leurs dépôts est tombée à 38 % à la fin de 1936. »

Par leur importance, ce drainage et cet accaparement d'une partie de l'épargne par l'Etat por-

(4) Ch. Rist et G. Pirou : « De la France d'avant-guerre à la France d'aujourd'hui », Sirey, 1939.

tent indirectement atteinte au commerce des banques par la déviation de ces capitaux à l'écart du marché monétaire ou financier, ainsi que par leur emploi en dehors des affaires privées.

De plus, l'épargne, en tant que décision individuelle et libre, n'est plus intacte sous toutes ses formes (5). La guerre et ses nécessités financières vont modifier profondément ces deux aspects de l'épargne dans sa formation et dans son emploi.

SECTION II. — EVOLUTION DE L'ÉPARGNE DEPUIS LA GUERRE

Nous avons vu que l'Etat avait à faire face à des dépenses considérables ; le déficit budgétaire subsiste malgré les efforts fiscaux et les frais d'occupation sont très lourds. Le budget de 1942 comprenait 105,5 milliards de dépenses ordinaires, 33 milliards de dépenses extraordinaires auxquelles s'ajoutaient plus de 115 milliards de frais d'occupation. En contre-partie de ce total de 255 milliards ne figuraient que 90 milliards de recettes. La différence, soit 165 milliards, devait être couverte par des emprunts ou des avances de la Banque de France, c'est-à-dire par l'inflation.

La nécessité d'organiser le circuit s'imposait ; il est vraisemblable que, dans les circonstances actuelles, l'épargne libre et volontaire n'eut été que tout à fait insuffisante.

(5) Nous avons vu les assurances sociales imposées par l'Etat, forme d'épargne individuelle obligatoire ; nous verrons plus loin cette forme d'épargne collective, imposée par une majorité, que sont les réserves des sociétés.

Le recours à l'inflation, s'il est inévitable, n'est pas à lui seul une solution raisonnable ou même durable.

L'épargne forcée monétaire résultant d'une absence de synchronisme entre la hausse de certains revenus (salaires, traitements, pensions) et la hausse des prix provoquée par une expansion du volume de la monnaie, ne peut être utilisée sans précautions comme unique moyen de couverture d'un déficit aussi important. L'inflation diminuant le pouvoir d'achat de certaines classes de la population au profit des bénéficiaires de l'accroissement des signes monétaires, loin de remédier à l'insuffisance des ressources, devient bientôt une cause d'augmentation des dépenses. De plus, les dépenses de l'Etat n'étant pas productives, ce mode d'épargne forcée ne l'est pas non plus et le déplacement du pouvoir d'achat qu'il opère risque de provoquer de dangereux déséquilibres, des troubles graves dans la circulation et la répartition des biens.

L'émission de papier monnaie et la hausse des prix, des revenus et des dépenses qu'elle suscite, forment vite un cercle dont il est difficile de sortir une fois que l'enchaînement a eu lieu.

Il faut donc s'efforcer d'avoir recours le plus possible, non à cette forme d'épargne indirecte mais à l'épargne sous sa forme de non-dépense d'un revenu disponible. (6)

Ne pouvant éviter l'inflation, on cherche à transformer l'inflation épargne forcée en inflation épargne anticipée, afin d'en limiter les progrès. En-

(6) Nous laissons de côté l'accroissement de l'épargne obligatoire à travers une augmentation des impôts.

core faut-il que cette épargne anticipée se réalise un jour. De son organisation, c'est-à-dire du succès de l'approvisionnement du circuit dépend la limitation des appels à l'institut d'émission.

Se formant à partir du revenu de l'agent économique qui l'effectue et, se présentant, d'une façon générale, comme un excédent du revenu sur les dépenses, l'organisation de l'épargne s'attache donc en premier lieu à l'emploi du revenu des particuliers.

Cette direction de la formation de l'épargne se réalise à la fois qualitativement et quantitativement. Quantitativement par le contrôle des prix et toutes les mesures restreignant la consommation ; qualitativement par la limitation de certains placements au profit de ceux que l'Etat préconise.

Le contrôle des prix protège l'esprit d'épargne menacé par l'inflation, la hausse des biens et l'avilissement du pouvoir d'achat de la monnaie ; la surveillance et la généralisation de la limitation de presque tous les aspects de la consommation viennent épauler le contrôle des prix et s'efforcent de dégager les plus grosses sommes possibles pour la formation de l'épargne.

Un tel régime de contrainte et un régime d'économie libre aboutissent pour un même problème, stock de biens disponibles limité, multiplication des moyens de paiement, à un résultat en apparence semblable, un sacrifice de la consommation. Mais si le phénomène économique de base est le même, l'insuffisance des biens de consommation, la recherche de l'équilibre est obtenue par des moyens fort différents : d'un côté l'équilibre par la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie, de l'autre par

une réglementation de la consommation, la monnaie perdant son pouvoir propre dans l'équation des échanges. La différence de ces deux procédés (7), quant à leur conséquence sociale, n'en est pas l'aspect le moins important. De plus, la stabilisation des prix par leur contrôle et la limitation de la consommation a l'avantage de réserver en quelque sorte l'avenir, l'expérience montrant combien il est difficile de revenir sur une hausse des prix qui s'est inscrite dans la vie courante.

La formation de l'épargne est ainsi aidée, facilitée sinon rendue automatique ou même obligatoire, comme c'est le cas pour les sociétés, la limitation des dividendes instituant une épargne forcée collective.

Les disponibilités sans emploi normal des particuliers et des sociétés ou collectivités privées ont pris un volume inusité. Malgré la stabilisation des revenus, un grand nombre de personnes voient leur s'accroître ; les fonds de roulement des entreprises se gonflent considérablement par suite de la liquidation de leurs stocks sans possibilité de réapprovisionnement ; les provisions constituées pour l'entretien du matériel et les amortissements des immobilisations sont également sans emploi. L'importance de ces disponibilités est mise en évidence par le gonflement des divers postes des bilans des établissements qui les collectent.

(7) M. A. Pose, dans « La monnaie et ses institutions », y voit des régimes très proches, aboutissant au sacrifice de la consommation, mais le phénomène lui-même de la pénurie n'est pas en question puisqu'il est ici indépendant du régime.

AVOIRS (en fin de mois) DANS LES COMPTES
DE CHÈQUES POSTAUX PARTICULIERS
ET COLLECTIVITÉS PRIVÉES
(EN MILLIONS)

1939	5.081
1940	8.580
1941	12.806
1942	16.467
1943 janvier	19.531
— février	20.056

MONTANTS DES DÉPÔTS DANS LES CAISSES D'ÉPARGNE
Caisse nationale (moyenne mensuelle, en millions)

	EXCÉDENTS DE VERSEMENTS	MONTANT DES DÉPÔTS
1938	20	25.281
1939	59	26.701
1940	49	27.244
1941	272	28.645
1942	552	34.846
1943 avril	1.107	43.284
— mai	976	44.256

Caissees d'épargne ordinaires

1942	602	48.538
1943 mars	1.116	58.221
— avril	1.100	59.234
— mai	1.038	61.190

PORTEFEUILLE D'ESCOMPTE ET COMPTES COURANTS
CRÉDITEURS DE QUATRE GRANDES BANQUES
(S.G., C.L., C.N.E.P., C.I.C.)

	PORTEFEUILLE D'ESCOMPTE	COMPTES-COURANTS CRÉDITEURS
1938	18.730	18.496
1939	23.880	20.719
1940	36.999	29.539
1941	56.532	39.441
1942	68.166	49.983
1943 février	72.512	54.078
— mars	73.761	58.602
— avril	77.142	60.419.

Cette masse de moyens de paiement, représentant une épargne contrainte, quasi obligatoire, déposée dans ces établissements, vient naturellement sur le marché monétaire où l'Etat est à peu près le seul demandeur, les transactions commerciales réduites et l'aisance des trésoreries particulières limitant à très peu de chose le recours des entreprises à ce marché. Le portefeuille d'escompte des banques est, pour la plus grande partie, constitué par des bons du Trésor, en remplacement des effets de commerce inexistants ; le bon du Trésor devient le seul placement possible pour des capitaux aussi abondants.

Le contrôle des changes empêche la fuite des capitaux à l'étranger, la bourse est étroitement contrôlée, le régime de l'autorisation préfectorale pour la surenchère dans les ventes de biens fonciers limite les achats de terre.

Cependant, le circuit est loin de se fermer, il n'est que partiel ; les dépenses des troupes d'occupation et l'importance des sommes immobilisées pour les transactions clandestines en sont les principales brèches.

De plus l'épargne, sous forme de thésaurisation de billets de banque, semble très répandue à la campagne, malgré le bon d'épargne créé à l'intention des paysans.

Une épargne ainsi formée s'écarte de l'épargne habituelle ; son processus de réalisation et son emploi particulier lui confèrent des caractères nouveaux.

SECTION III. — CARACTÈRES NOUVEAUX DE L'ÉPARGNE ACTUELLE

Nous verrons successivement l'épargne réserve et le marché monétaire, l'épargne et la consommation et enfin l'épargne et le revenu net.

1° — *Epargne réserve et marché monétaire*

Comme caractéristique des finances publiques actuelles, nous avons vu que l'Etat s'efforce d'attirer les disponibilités sur le marché monétaire et qu'il couvre une grande partie de ses dépenses en empruntant à court terme sur ce marché.

La distinction classique du marché monétaire et du marché financier basée sur l'épargne réserve et épargne créatrice, semble être profondément bouleversée par la pratique actuelle. Alors que sur le marché financier venait s'offrir l'épargne créatrice correspondant à l'idée de provision pour un avenir non précisé mais éloigné dans le temps, ce qui permettait le développement d'une économie progressive, sur le marché monétaire l'épargne « réserve » correspondait aux sommes temporairement disponibles dans l'attente prochaine d'un emploi prévisible et était utilisée par l'emprunteur dans le but d'escompter une rentrée certaine et à bref délai.

Depuis la guerre, le marché financier ne joue plus le rôle qui lui était dévolu, il s'efface devant le marché monétaire qui devient le centre d'approvisionnement de tous les besoins financiers ; l'activité de ce dernier est prépondérante pour les opérations de financement actuelles quelqu'en soit la nature.

Les emprunts à court terme de l'Etat n'ont plus pour but de régulariser les recettes budgétaires, ils sont pour lui le moyen de faire face à des dépenses rarement productrices ou même stériles dans la plupart des cas ; rien, semble-t-il, ne viendra compenser un jour ces dépenses régulières et définitives.

Le financement des armements, de la guerre et des entreprises qui travaillent pour elle, représentent une charge permanente que la théorie des marchés des capitaux voudrait voir couverte par le recours au marché financier. Mais comme le dit M. le Professeur Laufenburger, « le marché monétaire fait partiellement fonction de marché financier. Les bons du Trésor sont émis souvent pour faire face à des dépenses extraordinaires permanentes. Depuis que l'Etat, grâce aux grands travaux, aux monopoles, au développement des industries d'armement et au renouvellement fréquent des guerres contrôle lui-même un secteur important de la production industrielle et de la distribution commerciale le financement public représenté par le bon du Trésor se juxtapose dans une certaine mesure au financement privé. Il peut paraître illogique que l'Etat finance par des instruments de crédit à court terme des dépenses permanentes. Au point de vue purement technique, il a certainement l'intention de consolider un jour ces émissions précaires par des emprunts à long terme. Mais du point de vue financier, il préfère le paiement d'un taux d'intérêt faible usuel sur le marché monétaire au versement d'un taux d'intérêt élevé sur le marché financier. » (8).

(8) H. Laufenburger : « Dette publique et richesse privée ».

Le caractère provisoire de l'épargne réserve est en opposition avec le caractère durable des dépenses auxquelles elle pourvoit. Mais la rigidité de l'épargne réserve actuelle, qui a fait place à la souplesse et à la mobilité qui la caractérisaient, en permet justement un tel emploi. L'usage que fait l'Etat de l'épargne réserve ne correspond plus à sa destination habituelle, mais cet aspect nouveau est le résultat de la contrainte qui pèse sur elle et la transforme pour l'instant en épargne quasi forcée.

2° — *Epargne et consommation*

Si on considère l'épargne en tant qu'acte comme « la renonciation à la consommation présente de biens disponibles » (9), peut-on encore aujourd'hui parler d'une décision d'épargne, alors que la consommation est partout rationnée et que les objets les plus usuels nécessitent bons ou tickets pour leur acquisition qui est strictement limitée ? De même on ne peut plus dire que dans la situation présente on épargne parce qu'on estime « qu'il y a des biens futurs dont l'utilité marginale future transformée en utilité présente, est plus grande que l'utilité de quelques-uns des biens qu'on pourrait se procurer ». (9)

La disposition actuelle de biens présents nous fait souvent cruellement défaut. Nous éprouvons l'utilité des biens présents avec beaucoup plus de force que nous ne nous représentons l'utilité des biens futurs. Le « besoin ressenti » dépasse de loin °

(9) F. Perroux : « Cours d'économie politique », 1^{re} édition, 1938.

le « besoin imaginé », la dépréciation du futur est grande et si le taux réel d'intérêt est faible, le taux psychique d'intérêt est élevé.

Cependant, il se forme une épargne.

Par une stricte limitation des biens mis à la disposition de chacun, une décision autoritaire établit l'épargne sous sa forme collective en tant qu'ensemble de biens et par sa réglementation elle organise l'épargne sous sa forme individuelle en tant que volume de monnaie.

Le sacrifice que représente l'épargne est imposé aux individus malgré eux, il leur est imposé et imposé au delà de celui qu'ils auraient fait d'eux-mêmes.

La décision d'épargne n'est plus un acte individuel libre, un choix en faveur d'un bien futur mis en balance avec celle d'un bien présent, puisque si la balance était possible, elle pencherait du côté de la consommation. L'épargne est devenue une épargne forcée, mais on se garde bien de proclamer ce caractère et on lui conserve son processus et sa forme d'acte libre.

Pour en atténuer le poids et la rendre plus supportable les gouvernements s'efforcent de rétablir l'équilibre entre la sensation présente et la représentation du futur. On s'efforce, malgré la restriction de la consommation, de maintenir à l'épargne actuelle son caractère de provision de biens mis en réserve. En Allemagne, les comptes d'épargne de fer sont présentés comme devant être expressément destinés à l'achat de biens après la guerre ; ces biens apparaissent comme devant être mis spécialement à la disposition des épargnants. En Angleterre, le plan Keynes s'efforce de démontrer l'intérêt que représente l'épargne à l'heure actuelle pour ceux qui s'y livrent. En limitant les effets de l'in-

flation sur les prix, elle permet la conservation des résultats des efforts accrus des travailleurs, alors que la dépense les fait s'évanouir sans que le pouvoir d'achat de ceux-ci soit augmenté.

C'est une situation grave pour une économie reposant sur l'échange, de voir l'intermédiaire de ces échanges privé d'une partie de son pouvoir libérateur. La monnaie risque de perdre sa qualité d'instrument d'épargne. La réapparition d'une épargne en nature accompagne celle du troc et menace l'existence de toute une fraction de la population que la division du travail a mis sous la dépendance des producteurs de biens indispensables à la vie.

3° — *Epargne et revenu net*

L'épargne est formée à partir du revenu ; encore faut-il préciser la part de ce revenu qui pourra constituer une épargne éventuelle. En partant de la notion de revenu net consommable, base de la distinction de M Ch. Rist (10) entre épargne réserve et épargne créatrice, nous examinerons un des caractères de l'épargne actuelle.

Le revenu net se déduit du revenu brut lorsque de celui-ci on a soustrait les sommes nécessaires à l'entretien du capital qui en est la source.

Tout capital mis en œuvre donne un revenu, mais si on veut que ce capital produise ce revenu régulièrement il faut qu'il soit entretenu et maintenu en conséquence ; aussi, emploie-t-on une part du revenu dans ce but, la part restant étant ce qu'on peut appeler le revenu net. « Du revenu brut, une

(10) Ch. Rist ; « Théorie de l'épargne ».

partie seulement constitue le revenu net consommable en vue duquel le capital a été constitué ; quelle partie ? celle qui reste lorsque le capital, lequel est composé de biens matériels constamment détruits ou cédés par l'échange, ou de titres juridiques à durée le plus souvent limitée, a été reconstitué ». Le revenu net, à son tour, peut se décomposer en dépenses de consommation et en épargne.

Depuis la guerre, la réglementation étroite des dépenses de consommation et les diverses mesures aboutissant à l'épargne forcée, l'arrêt de la succession normale des opérations économiques, aussi bien du point de vue financier que technique, et les difficultés monétaires ont amené la confusion dans la notion de revenu.

Nombreuses sont les personnes, les entreprises ou les sociétés qui bénéficient de l'abondance monétaire. Les trésoreries sont à l'aise, les rentrées n'ont jamais été aussi élevées, la comptabilité et les bilans sont prospères. Mais cette aisance masque dans la plupart des cas une situation réelle tout autre d'autant plus grave qu'elle est moins apparente.

Un oubli de la distinction entre revenu brut et revenu net ou même une erreur dans le calcul et l'élaboration de ces deux aspects du revenu entraîne des conséquences profondes pour la consommation et l'épargne. « Des dépenses de consommation peuvent être effectuées au cours d'une période avec une partie du revenu brut qui aurait dû servir à la reconstitution du capital. Dans ce cas, au bout de la période, à la clôture de son bilan, le bénéficiaire du revenu s'apercevra qu'il a entamé son capital. A plus forte raison, dans ce cas, n'y aura-t-il pas d'épargne. » (11)

(11) Ch. Rist, *op. cit.*

Nombreux sont ceux qui, sans être prodigues, entament leur capital en employant en dépenses de consommation une partie de leur revenu brut.

Certains, comme les petits rentiers, sont forcés, par la hausse du coût de la vie, d'écorner leur capital. Nous avons vu le cas des plus-values boursières considérées comme un revenu. On peut citer celui du propriétaire d'immeubles ; ne pouvant ni réparer ni entretenir ses bâtiments, il sera d'autant plus poussé à dépenser le produit des loyers qu'il touche que son pouvoir d'achat se trouve fortement diminué du fait de leur blocage ; il risque de ne pas mettre de côté la part du revenu de l'immeuble nécessaire à son entretien.

La possibilité d'une telle confusion s'aperçoit encore mieux dans une exploitation agricole ou une entreprise industrielle.

Poussé par la hausse des prix à une exploitation intensive du sol, l'agriculteur peut fort bien ne pas distinguer dans les sommes qu'il encaisse la part du revenu net. La difficulté de remplacer l'outillage agricole et l'impossibilité de restituer à la terre, faute d'engrais, les principes fertilisant qu'y prélève chaque récolte, diminuent le capital ; ces dépenses étant suspendues, le revenu net tend à se confondre avec le revenu brut.

Dans les entreprises industrielles, malgré l'existence d'une comptabilité, un danger analogue existe. Ici aussi le matériel s'use, les équipements se fatiguent sans être renouvelés.

Quelle est la part du revenu brut qui doit être affectée à la reconstitution du capital technique ? La pratique de l'amortissement doit répondre à cette question. Du point de vue exclusif de la comptabilité, l'amortissement a pour but de maintenir égale à elle-même la valeur du capital, valeur ex-

primée en monnaie. A cette notion comptable du capital correspond une notion comptable du revenu qui peut être défini comme (12) « un surplus de valeurs monétaires, au delà d'un ensemble de valeurs monétaires rendues constantes par une pratique correcte de l'amortissement ».

Cette définition montre le danger de ce point de vue ; la conservation du capital dépendra dans une large mesure de celui qui prend la décision concernant l'importance de l'amortissement et elle dépendra également des variations de la valeur de la monnaie.

A l'heure actuelle, les notions comptables de capital et de revenu se trouvent donc entièrement faussées.

Il ne peut y avoir conservation du capital au sens de conservation de sa valeur monétaire primitive ; on ne peut pas plus retenir comme critère la production d'un même revenu net, car le capital peut varier, tout en produisant un même revenu net.

Seule serait valable comme pierre de touche de la reconstitution du capital, la permanence de sa productivité physique, de la productivité en nature. Or, c'est justement ce qu'on ne peut maintenir actuellement, la terre et les outillages se dégradent, le rendement baisse.

Certes, on s'efforce de parer à cette situation ; nous avons vu les mesures d'épargne forcée pour les sociétés avec la limitation des dividendes ; d'un autre côté, le fisc favorise la constitution de provisions spéciales pour reconstitution des stocks et renouvellement de l'outillage. La loi du 30 janvier

(12) F. Perroux : « Cours d'économie politique ».

1941 prévoit, pour la détermination du bénéfice net, la déduction de ces provisions ; le décret de la même date, qui en établit le mode de calcul, s'efforce de tenir compte de l'incertitude du lendemain et de l'impossibilité actuelle de toute prévision. (13)

Mais le calcul précis du revenu net est impossible devant l'incertitude du lendemain.

De plus, l'épargne « réserve » ainsi constituée, qui est du revenu brut, est transformée malgré elle en revenu net consommable. Par l'intermédiaire des bons du Trésor, elle est mise à la disposition de bénéficiaires qui l'utilisent en dépenses de consommation.

Elle est constamment menacée par la dépréciation monétaire qui peut rendre vaine la politique de réserve la plus prudente ; aussi, l'entrepreneur recherche, pour mettre à l'abri son épargne « réserve », une valeur réelle ; il est sollicité par le souci de lui conserver, en tant que représentant une frac-

(13) Le stock de départ — pour les comparaisons — est le stock existant au dernier inventaire dressé avant le 1^{er} septembre 1939. « Du bénéfice net ... peut être retranchée une provision correspondant à l'accroissement, en valeur, au cours de l'exercice, du stock initial supposé constant en quantité. A la clôture de chaque exercice, le montant total de la provision pour renouvellement du stock est limité au produit obtenu en multipliant l'évaluation du stock de départ... par des coefficients correspondant aux variations constatées depuis l'année de l'inventaire de départ dans les prix de gros des matières, approvisionnements ou marchandises formant le stock initial. »

Provisions pour renouvellement de l'outillage et du matériel : « la valeur de renouvellement servant de base au calcul des provisions sera obtenue, à la clôture de chaque exercice, en multipliant la valeur de renouvellement régulièrement déterminée à l'aide de l'indice moyen du mois d'août 1939 par des indices annuels correspondant aux variations constatées par rapport au mois d'août 1939 dans les prix de gros des produits industriels ».

tion d'un capital, un pouvoir d'achat constant ; mais son incorporation dans une valeur réelle lui fait courir le risque d'une chute rapide de ces biens au moment de leur réalisation ; le bon du Trésor lui assure une mobilité parfaite, encore qu'un remboursement massif ne puisse être possible sans entraîner une inflation désastreuse. Seuls un contrôle et une stabilisation rigoureuse des prix évitera aux entreprises une perte énorme et définitive en capital.

Nous assistons, sans pouvoir y apporter un grand remède, à une dissolution monétaire d'importantes fractions de capital.



CHAPITRE IV

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

En mettant de côté une partie de leur pouvoir d'achat, c'est-à-dire une partie de leur créance sur les biens de consommation disponibles, ceux qui se livrent à l'épargne permettent de satisfaire les besoins de ceux qui sont occupés à l'élaboration des biens de production.

Mais cette opération d'épargne rendue indispensable par la technique moderne multipliant les biens intermédiaires n'est qu'un point de départ. La mise en œuvre des forces ainsi libérées, la combinaison des facteurs de la production ainsi permise n'est pas en général le fait de l'épargnant lui-même. Choisir le bien à produire, étudier le moment, le lieu et le processus économique le plus rentable d'une production donnée sont les préoccupations d'un homme qui engage sa responsabilité dans les constructions qu'il entreprend. Le risque est couru par l'épargnant qui prête à l'entrepreneur (1), mais c'est ce dernier qui a la direction effective de l'entreprise et qui la conduit à ses destinées. Le rôle de l'épargnant est purement passif, alors que l'entrepreneur a un rôle actif et essentiellement créateur.

(1) L'entrepreneur ne court de risque, à proprement parler, que dans la mesure où il engage ses propres capitaux dans son affaire.

D'un côté, se trouvent les épargnants détenteurs des capitaux nécessaires au progrès économique et à l'augmentation de la productivité du travail humain, de l'autre, l'entrepreneur et son activité novatrice qui ne peut se réaliser qu'avec le concours des premiers.

Le problème de la mise à la disposition de ceux qui en ont besoin des capitaux d'épargne, est un problème fondamental de tout système économique ; ses solutions caractérisent chacun d'eux. Elles sont susceptibles de bien des nuances ; l'évolution du système capitaliste entraîne, pour celle qui lui est donnée, des transformations importantes. Ici encore, une modification de structure du mécanisme économique et un changement de son esprit apportent une modification ou des méthodes nouvelles pour la liaison entre capitaux d'épargne et immobilisations, entre épargnants et entrepreneurs.

Nous examinerons le problème du financement de l'économie ou, d'une façon plus exacte, le problème des investissements dans l'économie capitaliste, son évolution et l'influence de la guerre, et enfin sa position dans une économie dirigée.

SECTION I. — RÔLE DU MARCHÉ FINANCIER EN ÉCONOMIE LIBÉRALE

Sous un régime d'économie capitaliste libérale, les épargnants en quête de placements et les entrepreneurs recherchant des capitaux prêts à s'investir se rencontrent sur le marché financier. Par le mécanisme des crédits à long terme aboutissant à des émissions d'actions ou d'obligations sur le marché, le transfert du pouvoir d'achat des uns aux au-

très est réalisé. Le rapprochement des offres et des demandes détermine un prix, l'intérêt, dont le taux joue, à son tour, un grand rôle dans leur formation; c'est, théoriquement, le régulateur du montant de l'épargne et des investissements. Un taux de l'intérêt élevé encourage l'accumulation des capitaux d'épargne dont l'abondance provoque un abaissement du taux favorisant un essor économique précédemment gêné par une rémunération aléatoire des capitaux investis; une baisse du taux de l'intérêt permet d'emprunter à meilleur compte, allège les charges du capital, mais, par contre, décourage l'effort d'épargne.

Le montant des profits joue également un rôle de premier plan.

L'entrepreneur est poussé et est guidé par la recherche du plus grand gain possible. La plus haute rentabilité est à la fois sa préoccupation essentielle et le critère de son succès; aussi, s'efforce-t-il de diriger les capitaux et de les investir dans la branche d'industries ou le genre d'activité qui semble devoir leur assurer la productivité en valeur la plus élevée; une différence possible entre le prix de vente et le prix de revient d'une marchandise est pour lui un indice précieux du choix qu'il a à faire. Si la production de certains biens est insuffisante pour faire face à la demande de ces biens, ce déséquilibre amène une hausse des prix, élève le taux des profits, ce qui attire les capitaux vers cette production et entraîne la réalisation de nouveaux investissements.

« Dans l'économie libre, le taux de l'intérêt et des profits est appelé à jouer un rôle régulateur de la répartition des investissements entre les diverses branches de la production... C'est une application

de la théorie générale du rôle des prix comme régulateur automatique de l'économie. » (2)

Le marché financier, sur lequel se forme le taux de l'intérêt et qui reflète le taux des profits, a donc une place importante dans les rouages d'une telle économie. C'est un centre vers lequel se tournent ceux qui disposent de capitaux et ceux qui en cherchent, c'est un lieu de passage obligé pour les uns et pour les autres, dont l'influence s'étend à toute l'activité économique.

Mais ce mécanisme, s'il a jamais fonctionné dans toute sa rigueur, s'est transformé avec le régime capitaliste lui-même.

SECTION II. — EVOLUTION DE L'IMPORTANCE DE LA SITUATION DU MARCHÉ FINANCIER

Le schéma précédent, si il est valable pour le développement capitaliste du XIX^e siècle, ne correspond plus qu'en partie, depuis 1914, à la vie économique réelle.

Il était déjà susceptible de bien des nuances et ni le taux de l'intérêt ni celui des profits ne furent les seuls éléments ni même quelquefois les éléments prépondérants de la formation de l'épargne et de la direction des investissements.

L'épargne est un phénomène complexe résultant d'un ensemble d'habitudes et de réactions, d'un certain mode de vie et d'une psychologie dépendant d'une civilisation donnée. L'épargnant ne ressem-

(2) Mossé : « Les investissements dans l'économie capitaliste et dans l'économie planifiée ». Revue d'économie politique, 1934.

ble que d'assez loin à l'*homo œconomicus* des classiques et si ses placements obéissent, d'une façon générale, à l'action du taux de l'intérêt, l'acte par lequel il constitue son épargne, sa décision d'épargner, y échappe en grande partie ; une baisse du taux de l'intérêt pourrait même l'inciter à augmenter son effort pour arriver au résultat qu'il s'était fixé.

Le taux du profit ne joue pas non plus librement. La concurrence n'est plus parfaite ; à l'entrepreneur isolé et ne pouvant prétendre à dominer le marché, se substitue la grande entreprise ou le groupe d'entreprises, l'entente, dont l'action vise à stabiliser les prix et les profits.

Souvent aussi, un monopole de fait s'établit, consolidé par l'importance croissante des immobilisations.

L'action des banques contribue également à fausser le mécanisme du crédit. Intermédiaire obligé entre l'entrepreneur et le détenteur de capitaux, la banque en restreint ou en développe à volonté le volume. Ou bien par un renouvellement régulier d'un crédit à court terme, elle permet à un entrepreneur de développer sa production sans avoir recours au marché financier.

Une autre pratique vient encore porter atteinte au marché financier dans son rôle de plaque tournante des investissements.

Ne distribuant qu'une faible partie de leurs bénéfices de nombreuses sociétés constituent des réserves importantes qui, dans la mesure où elles sont utilisées comme fonds de roulement ou comme un moyen propre de développement des entreprises, sont un procédé d'autofinancement.

L'autofinancement présente d'importants avantages pour la société qui s'y livre ; c'est un procédé

souple, moins onéreux que le recours aux intermédiaires et qui, du point de vue qui nous occupe, assure une stabilité et une indépendance que ne procure pas le marché financier.

Mais, en retenant par devers elles cette forme d'épargne collective que sont des réserves ainsi constituées, les sociétés modifient le fonctionnement du marché en en restreignant le champ d'action. Elles troublent la direction des investissements et la redistribution des capitaux, car elles soustraient ainsi une fraction importante de ceux-ci à l'action du taux de l'intérêt et des profits.

Mais les perturbations des plus importantes du financement de l'économie viennent de l'influence que l'Etat peut exercer. « L'économie capitaliste possède des techniques régulatrices à la disposition de l'Etat pour influencer le rythme des investissements réalisés par les entreprises privées. L'Etat peut ralentir le rythme des investissements par la taxation des investissements et par le transfert du pouvoir d'achat des investisseurs aux consommateurs. Ce dernier procédé se réalise au moyen d'emprunts qui servent à alimenter le budget de l'Etat. Lorsque l'équilibre accumulation-consommation est rompu au détriment de la consommation, il peut le rétablir par l'inflation de pouvoir d'achat en faveur des consommateurs. Pour accélérer le rythme des investissements, l'Etat peut suggérer à la banque centrale une politique de crédits faciles ou encore multiplier les signes monétaires au profit des investisseurs. En outre, on voit se développer de plus en plus, dans les pays capitalistes, un secteur d'état ou secteur planifié. L'Etat possède des disponibilités qui le mettent en mesure de réaliser lui-même des investissements sous le nom de plan d'outillage national, par exemple. En France, notam-

ment, par les comptes de chèques postaux, la Caisse des Dépôts et Consignations, les Caisses d'épargne, l'Etat peut financer des entreprises (chemins de fer, compagnies de navigation, banques) exactement comme des établissements de crédit. » (3)

Avec la guerre, l'emprise de l'Etat sur le marché devient totale. Nous avons vu les mesures prises pour mettre son fonctionnement au ralenti ; son rôle économique est suspendu.

N'ayant recours qu'au marché monétaire et dans le cadre des dispositions prises pour en garantir un approvisionnement conforme à ses desseins, l'Etat, par la loi du 6 août 1941 (J.O., 9 août 1941), « portant restriction du droit d'émission des valeurs mobilières pendant la durée des hostilités », réglemente l'appel des entreprises privées au marché financier. Toute émission, mise en vente ou introduction d'emprunts, obligations, actions ou titres, de quelque nature qu'ils soient, sont soumises à l'autorisation préalable du secrétaire d'Etat à l'économie nationale et aux finances ; cette disposition ne vise que les opérations d'un montant supérieur à 50 millions, en vue, dit la loi, « de la fixation de la date à laquelle l'opération envisagée pourra être réalisée ».

Certes, il est souhaitable que des emprunts privés ne viennent pas concurrencer directement, à l'heure actuelle, les emprunts publics, mais, avec un tel instrument, on passe sans à-coup de l'appréciation de l'opportunité de ces opérations, à l'appréciation de leur utilité.

Du mécanisme simple qu'il était, soumettant à sa loi la presque totalité des opérations de finance-

(3) Mossé. O. c.

ment de l'économie, le marché financier a, peu à peu, depuis la guerre de 1914, perdu de son rayonnement. L'importance de son rôle a diminué, le caractère de généralité de son influence sur les divers secteurs de la vie économique s'est amoindri, et le jeu et les résultats de son fonctionnement n'ont plus la même signification.

La croissance d'organismes bancaires nouveaux venant sur le marché occuper une place bien différente de la concurrence individuelle et y acquérant une situation prépondérante, des sociétés s'efforçant de se soustraire à son influence jugée néfaste se surajoutant aux désordres monétaires jétant le trouble dans l'économie et à la puissance financière de l'Etat augmentant avec le déficit budgétaire et utilisant le marché à son seul profit, firent de plus en plus de ce dernier un instrument au service exclusif de l'Etat, au lieu d'être le soutien de l'activité productrice.

Avant d'être totalement interrompue, la fonction économique du marché financier s'est peu à peu relâchée, les liens qui l'unissaient à l'épargne et aux investissements se sont affaiblis. L'unité du marché étant brisée, la fonction économique qu'il remplissait a perdu sa cohérence et une partie de son importance.

Cet amoindrissement du rôle du marché reflète l'appauvrissement du pays à travers l'effacement de l'activité privée. La disparition de l'esprit d'initiative et d'entreprise, ou du moins des conditions favorables à la réalisation d'une telle activité, que souligne la baisse des émissions pour comptes privés, indique l'affaissement de la vitalité économique de notre pays pendant cette période.

SECTION III. — LE PROBLÈME DU FINANCEMENT
DANS UNE ÉCONOMIE DE RECONSTRUCTION

Si le marché financier, tel qu'il fonctionnait au xix^e siècle, a subi de profondes transformations, et si il ne vit plus aujourd'hui qu'au ralenti, sa fonction n'en reste pas moins une fonction essentielle de tout système économique.

Au régime économique de liberté concurrentielle, s'oppose l'économie intégralement planifiée. Sous ce régime, épargne et investissements sont fixés par une décision autoritaire de l'Etat. Le plan ayant prévu le développement de l'équipement du pays et la construction des usines dans chaque branche d'industrie, le montant de l'épargne nécessaire à ces réalisations s'en déduit facilement. Cependant, un tel système se heurte aux mêmes difficultés que celles que rencontre une économie libérale dans sa recherche de l'équilibre au moyen du mécanisme des prix. L'élaboration raisonnée du plan est sujette à erreur. Si le fait de prévoir avant d'agir permet de se rendre maître de certains éléments ou de calculer les effets de certains facteurs de la production, il ne semble pas, dans le cas d'une économie progressive, que l'avenir puisse être édifié avec une entière certitude.

Dans ces deux types d'économie, économie planifiée et économie libre, épargne et investissements sont également d'un dosage délicat. Il peut y avoir dans les deux cas excès ou insuffisance des épargnes et des investissements, mauvaise direction ou mauvaise utilisation.

La France, depuis la guerre et, de plus en plus, au fur et à mesure que celle-ci s'allonge, vit re-

pliée sur elle-même, son activité économique diminue, tout développement des entreprises est impossible et il est même difficile de maintenir l'équipement et l'outillage du pays ; la conservation de son capital, de ses biens de production est compromise, elle consomme sa propre substance.

Mais un jour viendra où la folie destructrice des hommes fera place à des préoccupations de reconstruction. Les besoins de capitaux seront d'autant plus grands que les ruines auront été plus étendues. La formation et l'accumulation des capitaux poseront les problèmes que pose une économie qui, de stationnaire, devient progressive, qui passe d'un état statique à un état dynamique.

Ce problème de l'augmentation du capital technique, de l'augmentation des biens de production est le problème de l'épargne et des investissements.

Nous examinerons successivement le problème du financement et l'existence d'un plan, puis l'action et le rôle possible de la profession et du groupe.

1^o — *Financement et plan*

Quoi qu'il en soit, et sans vouloir faire de prophéties sur le régime économique futur de la France, il semble bien que ce régime sera fort éloigné du régime d'économie libérale dont on s'est écarté, toujours plus, depuis vingt ans.

Nous avons indiqué, comme réaction devant le désordre économique et la vaine recherche d'un équilibre devenu insaisissable, un besoin profondément ressenti d'une maîtrise plus complète des phénomènes économiques et une recherche d'une action raisonnée sur eux. Aux manipulations plus ou moins concertées de mécanismes, dont on oubliait

souvent l'interdépendance, s'est substitué, dans la plupart des pays, un régime d'économie dirigée. Nous utilisons ce terme dans le sens large d'une action d'ensemble, coordonnée, sur tous les secteurs de l'activité économique.

Un tel régime est susceptible de bien des nuances et peut s'appliquer à des systèmes économiques fort différents.

En France, la guerre et ses conséquences ont provoqué l'adoption d'une politique d'économie dirigée. « La libre concurrence était à la fois le ressort et le régulateur du régime libéral... Devant la faillite universelle de l'économie libérale, presque tous les peuples se sont engagés dans la voie d'une économie nouvelle. Nous devons nous y engager à notre tour... Deux principes essentiels nous guideront : l'économie doit être organisée et contrôlée ; la monnaie doit être au service de l'économie, elle doit permettre le plein essor de la production... »

Elle doit donc entraîner, dans le domaine du crédit et dans l'aspect financier du développement de l'économie, des transformations importantes. Cette nouvelle politique économique s'attaque directement à la production, la monnaie est à son service et, comme l'indiquait déjà M. le Professeur Noyelle, « on ne conçoit pas une politique monétaire et de crédit qui ne soit pas subordonnée à la direction de la production. En d'autres termes, c'est de la direction de la production que la monnaie et le crédit recevront leurs directives. Et cela parce qu'ils ne sont que les instruments de l'échange. » (4)

Pour substituer à une production anarchique une direction cohérente de l'industrie, pour passer

(4) H. Noyelle : « Utopie libérale, chimère socialiste, économie dirigée »,

dans le plus bref délai et avec un minimum de gaspillage et de pertes d'une économie de guerre et de restrictions à une économie d'abondance, il est nécessaire de connaître la situation exacte des forces productives, leurs possibilités, l'état des stocks et de l'outillage. Ces connaissances, qui sont, en quelque sorte, le bilan de la situation économique, permettent seules de procéder avec ordre à la reconstruction ; à partir d'elles, pourront être établies les directives qui régleront la marche de l'économie, ainsi que le processus de son développement.

La logique de la direction de l'économie aboutit non seulement à régler la production dans son fonctionnement présent, mais encore à décider et à fixer son évolution, sa progression dans l'avenir en vue d'un but à atteindre.

Le document descriptif de l'équilibre des divers secteurs de l'économie, le plan, établit pour chaque branche d'industries un programme d'action qui l'intègre dans l'ensemble de la vie économique. La répartition des facteurs initiaux de la production, matières premières, main-d'œuvre et capital, a lieu entre les entreprises suivant la décision préconçue du plan et des programmes. Le financement d'une économie ainsi dirigée ne pose pas de problèmes particuliers pour la mise à la disposition de l'unité de production du capital dont elle a besoin.

Le plan a déterminé cette part de même que le total des capitaux d'épargne qui seront employés. Ce montant, qui est un des éléments de base du plan, ne peut être laissé, quant à sa formation, à la libre détermination de chacun, son insuffisance pouvant mettre en question les réalisations prévues. Il faut donc avoir recours, malgré les inconvénients de cette méthode, à une épargne autoritaire

et obligatoire sous une forme collective, sans pouvoir apprécier la désutilité ou la peine qui en résulte pour ceux qui y sont soumis, par rapport aux avantages qu'ils retireront des investissements.

Une forme semblable d'économie dirigée, avec les rigueurs qu'elle entraîne, ne semble pas devoir s'imposer en France. Mais le principe restant acquis, avec, comme idées directrices, l'organisation et le contrôle, le problème du financement et de l'épargne subsiste. Sa solution apparaît même comme plus délicate, puisqu'on a abandonné délibérément les mécanismes régulateurs automatiques préconisés par le libéralisme et qu'on ne veut pas aller jusqu'à la planification intégrale.

Dans un article intitulé « Epargne et plan » (5), M. Henri Culmann, après avoir mis en évidence l'importance du plan en régime d'économie effectivement dirigée, « plan économique général, qui prévoit les volumes possibles ou souhaités des principales consommations et qui met en regard les équipements et les productions qui y pourvoiront », en vient au sort de l'épargne. « Il semble qu'il y ait une certaine contradiction de principe entre la nécessité d'assurer automatiquement le financement des productions qu'on aura décidées et l'appel à la bonne volonté des souscripteurs, dument stimulée par l'attrait de taux d'intérêt élevés, que suppose le recours à l'émission publique. Dans un système logique, il devrait se trouver un organisme dont la fonction soit d'assurer automatiquement les fonds aux entreprises. Rien n'empêche que cet organisme lui-même, dans la mesure où il ne sera pas ali-

(5) Journal de la bourse du 11 septembre 1943.

menté par les différents régimes d'épargne obligatoire, le soit par l'émission d'emprunts dans le public. »

Ou bien l'épargne que réclame le financement du plan est égale au montant de l'épargne obligatoire et son exécution, dans ce cas, se fait sans difficulté, ou bien, pour arriver au montant prévu, il faut faire appel à l'épargne individuelle ; on court alors le risque de voir l'accomplissement du plan entravé et l'économie bouleversée. Pour être valable, un plan qui vise à la direction de l'économie et veut prévoir son développement, doit s'étendre à tous les phénomènes économiques sans exception. Le système du plan est un système totalitaire ; il ne peut laisser hors de lui aucun facteur déterminant de la production.

Certes, comme l'indique M. Mossé (6), l'organisme bancaire peut faire appel à l'épargne individuelle « en recherchant le taux de l'intérêt permettant de réunir la somme nécessaire. En supposant les courbes d'offre d'épargne connues en fonction du taux de l'intérêt, le taux d'intérêt d'équilibre est celui où l'offre d'épargne est égale au montant prévu par le plan ». En dehors de la difficulté qu'il y a à connaître l'offre d'épargne, en fonction du taux de l'intérêt, ce procédé aurait pour conséquence de réintroduire comme élément de l'équilibre économique le prix qu'on avait voulu éliminer. Si le prix des capitaux est fixé par le rapprochement de la demande et de l'offre, le mécanisme du prix fait sa réapparition ; la demande précédemment fixée subit bientôt son action ; les entreprises déficitaires seront écartées ; la production est de nouveau sous la dépendance du prix.

(6) M. Mossé, *op. cit.*

Un déséquilibre dans le rapport épargne-investissements, établi par le plan ou le recours à l'épargne individuelle, entraîne la mise en œuvre du mécanisme compensateur qu'est le prix. Si un des inconvénients du plan est la rigidité des prévisions, cette rigidité le soutient, car une prévision incomplète en menacerait l'exécution.

Ceci souligne les difficultés qu'il y a à soumettre au régime du plan un système économique non entièrement socialisé.

2° — *Action et rôle possible du groupe
et de la profession en matière de financement*

Le dirigisme tel qu'il se présente en France est fort éloigné du socialisme planifié. Il conserve le principe de la propriété privée, de l'entreprise individuelle gérée par un chef qui en court les risques ainsi que celui de l'épargne volontaire avec la possibilité de son investissement dans les affaires.

Ce contenu du système économique apparaît comme incompatible avec le régime rigoureux du plan.

M. le Professeur Noyelle a souligné un autre antagonisme, « la connexité nécessaire entre le mode de production et le mode de consommation a une importance capitale. Elle souligne le fait que les plans prévoient non la demande, mais les besoins. Ce qui distingue la demande du besoin, c'est précisément que la demande repose sur un revenu ». Or, le profit, « dont on peut douter que la seule suppression ait pour conséquence assurée l'établissement d'un rapport constant entre l'offre et la demande », subsiste et est considéré comme légitime.

Si on peut calculer les besoins les plus importants, la demande, elle, ne peut être évaluée qu'à travers le prix qui détermine également l'offre et règle la production.

Mais la situation présente ne permet plus le libre établissement du prix ; les marchés sont désorganisés au point que, livrés à eux-mêmes, les prix présenteraient des variations d'une telle amplitude que le déséquilibre s'en trouverait aggravé. La restauration des marchés et la stabilisation des prix doivent être au nombre des objectifs de la direction économique.

Cette tâche, qui se présente à l'économie dirigée comme un des aspects de la reconstruction, sera facilitée par l'existence de groupements de producteurs. Ces groupements, comités d'organisation, ententes ou autres, par leur travail de centralisation des renseignements concernant les possibilités de la production et de son développement, seront à même d'élaborer dans chaque branche d'activité un programme de reconstruction.

Faut-il compléter ces diverses prévisions par une œuvre d'ensemble qui en reprenne chacune des parties pour en faire la synthèse et obtenir la cohésion et l'équilibre ? Tout en écartant la planification qui, pour être efficace, doit être générale, il est néanmoins nécessaire d'introduire de l'ordre dans la reprise économique, l'ampleur des travaux accentuant la pénurie des facteurs de la production.

La répartition et la surveillance de l'exécution de ces travaux sont des tâches qui relèvent des groupes dont le rôle doit être coordonné et contrôlé par l'Etat. Une telle organisation, si elle ne présente pas la rigueur et la logique du plan, est, par contre, caractérisée par sa souplesse et ses possibilités d'adaptation.

Ces questions qui se posent pour les matières premières et la main-d'œuvre existent également en ce qui concerne les capitaux. Des besoins énormes de capitaux à long terme apparaîtront pour la réalisation des investissements. Alors qu'aujourd'hui les disponibilités ne trouvent d'emploi que vers les caisses de l'Etat, une demande productive se manifestera à la fois de tous les secteurs de l'économie. Le problème du financement se posera d'une façon aiguë.

L'épargne, bien plus encore qu'à l'heure actuelle, apparaîtra comme nécessaire ; son rôle passif de soutien de la monnaie deviendra un rôle actif par l'aide qu'elle apportera à la production. Si, au début de cette période de reprise, les formes d'épargne contrainte subsistent du fait d'un retour seulement progressif à une économie de bien-être, tout ce qui peut encourager l'esprit d'épargne est à développer. En premier lieu, la confiance dans la monnaie soutiendra l'effort des épargnants, éternelles victimes des manipulations monétaires. La stabilisation des prix y aidera puissamment, en permettant un calcul à long terme et des prévisions d'avenir ; le souci de la stabilité, élément de la sécurité, commande l'épargne.

Le crédit de l'Etat demandera également des soins vigilants. Si on peut espérer la disparition des lourdes charges qui résultent de la défaite, l'équilibre budgétaire devra être réalisé, des emprunts publics pour couvrir le déficit viendraient diminuer la part des capitaux collaborant à l'activité productive. Depuis la guerre, du reste, des efforts continus et très importants ont été réalisés dans le domaine fiscal ; le tableau ci-dessous les souligne :

DÉPENSES ET RECETTES FIGURANT AUX BUDGETS
ORDINAIRE ET EXTRAORDINAIRE

(EN MILLIARDS)

	DÉPENSES	RECETTES	DÉFICIT
1941	112,2	68,2	44
1942	138,4	80	58,4
1943	128,3	101,9	26,4
Différences en 1943 sur 1941	+ 16,1	+ 32,8	— 17,6

Mais la dette à court terme est une menace permanente et s'aggravera le jour de la remise en marche de l'appareil économique. L'Etat aura alors à faire face à de nombreuses demandes de remboursement, les détenteurs de bons du Trésor qui engageront de nouveau leurs capitaux dans le cycle de la production ne renouvelleront plus leurs crédits. Pour ne pas paralyser la reprise à ses débuts, on doit envisager de vastes opérations de consolidation.

La préservation de l'esprit d'épargne et l'aménagement des finances publiques ne sont que les conditions préalables à la solution du financement de l'essor économique.

Il est bon de retenir comme nouvelles méthodes celle employée par l'Allemagne pour le financement des grands travaux et dont rien n'empêche l'extension aux autres secteurs de l'économie. La mise en circulation, au fur et à mesure du développement de l'équipement, de « traites du travail » escomptables par les banques ou une banque spécialisée, permet de soulager le marché financier et de retarder jusqu'à un moment favorable l'emprunt à long terme destiné à les résorber. Ce ne serait, du reste, que la généralisation d'une pratique déjà utilisée par les banques ; le renouvellement régulier

d'un crédit à court terme pendant une assez longue période avant l'emprunt de consolidation, était souvent accordé à des entreprises prospères ; c'est le procédé actuel du financement du déficit de l'Etat ; il semble qu'il pourrait être appliqué avantageusement à des activités rentables.

Lorsque le marché monétaire ne sera plus accaparé par l'Etat, les banques pourront, de nouveau, prêter leur concours aux entreprises privées, les besoins de crédit à court terme seront également considérables pour le démarrage de l'économie ; la liaison et l'interdépendance du marché monétaire et du marché financier seront rétablies.

A côté des banques spécialisées du secteur public et des établissements comme le Crédit Foncier, la Caisse de Crédit Agricole et le Crédit National en particulier, qui joue un rôle de plus en plus important par l'aide qu'il apporte à de nombreuses sociétés privées, on pourrait prévoir la formation de banques correspondant aux secteurs organisés de la production.

L'action des groupements, contrôlée par l'Etat, doit s'étendre au domaine financier. Ayant établi l'importance relative des productions, ayant réglé l'ordre de mise en marche des usines et la création d'un équipement nouveau, le groupement a, en quelque sorte, déterminé l'importance et l'ordre de priorité des investissements.

La loi du 6 août 1941, rendant nécessaire l'autorisation du ministre de l'économie nationale pour toute émission de quelque importance, donne à celui-ci un moyen commode pour sanctionner l'utilité des investissements en même temps que le programme que l'emprunt servira à réaliser.

Les familles professionnelles représentées chacune par un groupement pourraient effectuer elles-

mêmes des opérations financières et agir directement dans ce domaine. En s'inspirant de l'exemple de la S.N.C.F., qui emprunte indistinctement pour l'ensemble des réseaux, et malgré toutes les différences de statut qui les séparent d'elle, les principaux groupements pourraient venir sur le marché emprunter à long terme pour les besoins de l'industrie qu'ils représenteraient.

Une telle méthode accroît la solidarité entre les membres de la profession et assure l'exécution du programme. Par la garantie qu'elle présente, elle permet d'emprunter dans de meilleures conditions, d'obtenir un taux d'intérêt moins élevé. Enfin l'Etat peut accorder, en cas de besoin, une garantie d'intérêt et d'amortissement.

Ces procédés ne seraient du reste pas entièrement nouveaux. Au lendemain de la guerre de 1918, de nombreux groupements se formèrent, Groupement de la Grosse Métallurgie, Groupement des Houillères, Groupement pour la reconstitution immobilière, ainsi que de nombreux groupements de sinistrés ayant pour objet de procurer à leurs membres les ressources financières nécessaires à leur reconstitution en mobilisant les indemnités de dommages de guerre au moyen de l'émission d'emprunts garantis par annuités de l'Etat.

De même, comme exemple d'un groupement d'entreprises d'une même branche d'industrie ayant procédé à des opérations financières en vue d'un programme d'investissements, on peut citer le Groupement de l'Electricité. Créé au mois de juin 1938, le Groupement de l'Electricité représente l'ensemble de l'industrie électrique. Société anonyme, il a pour objet le financement de l'industrie de l'électricité par les capitaux privés, en dehors de toute aide financière de l'Etat ou des collectivités,

en vue d'un ensemble de travaux et d'ouvrages intéressant la production et l'interconnexion.

Nous sommes en présence d'un véritable organisme corporatif de crédit, sa tâche essentielle étant de faire appel à l'épargne et de rassembler une énorme masse de capitaux. Cette réalisation de l'unité de l'industrie de l'électricité et sa direction économique et financière par les intéressés eux-mêmes assure son intégration dans le cadre d'une économie dirigée.

Cette réalisation a été facilitée par la concentration des entreprises et l'importance des immobilisations qui caractérisent l'industrie électrique, mais cette méthode n'est valable que pour les industries de base de la vie économique.

A la place d'une concurrence des entreprises sur le marché, se substitue une intervention des groupes d'entreprises ou des organismes financiers opérant pour leur compte. La structure du marché se modifie mais son rôle doit rester le même et les indications qu'il fournit, conserver leur valeur. Le taux de l'intérêt que dégage le marché organisé doit garder sa signification pour pouvoir répondre à sa fonction économique, « l'intérêt est indispensable pour limiter le quantum des investissements, pour assurer leur répartition harmonieuse entre les diverses branches de la production sur la base de la productivité maxima et pour permettre de réaliser à l'intérieur de chaque entreprise la combinaison optimale des facteurs de la production. » (7)

L'existence de ces organismes intermédiaires entre l'épargnant individuel et l'entreprise qui met en œuvre les capitaux, semble devoir caractériser

(7) Mossé : « L'économie soviétique ». Durand-Auzias, 1938.

le placement de l'épargne au moment où sera possible la reconstruction économique.

« L'évolution des méthodes de financement se relie à une évolution plus étendue, caractérisée sur le plan économique, par la reconnaissance par la loi de ce groupement naturel qu'est la profession, et d'une manière générale par l'apparition de corps intermédiaires entre l'individu et la nation. » (8)

(8) H. Culmann, article cité.

CONCLUSION

Malgré l'évolution économique, le marché financier subsiste. Il le doit à la perfection de son mécanisme. L'étendue de son champ d'action, l'importance du volume des transactions qu'il peut traiter, la publicité, la sécurité et la rapidité qu'il offre aux négociations en font un instrument d'une grande souplesse et d'une grande utilité. Distinct des organismes répartiteurs de crédits, centre neutre de rassemblement de l'épargne et de sa redistribution, il lui assure une mobilité parfaite qui contribue beaucoup à sa formation et à son développement.

Mécanisme essentiel du crédit, son utilité et ses avantages dépassent de loin les inconvénients qu'il peut présenter. A l'heure actuelle, il ne rend pas de services à l'économie productrice repliée sur elle-même, mais l'Etat peut difficilement se priver de son concours. Le marché financier mesurant son crédit, l'Etat s'en sert pour le défendre en aménageant la dette publique et en veillant à ce qu'un fonctionnement aisé de la bourse ne lui soit pas défavorable, sachant toutefois qu'un arrêt de ce mécanisme lui serait hautement préjudiciable.

Le marché financier doit également son existence à l'aide qu'il apporte à l'épargnant et à l'entrepreneur ; en leur permettant de se rencontrer,

de s'épauler et de se guider l'un l'autre, il contribue au développement de l'économie. On voit difficilement comment pourrait être obtenue la précision qu'il atteint dans la mesure des services rendus par ces deux catégories d'agents économiques.

Aussi, un marché financier, sous la forme d'une bourse des valeurs, fonctionne dans tous les systèmes économiques modernes qui admettent l'épargne individuelle et libre, et la propriété privée des moyens de production, quelque soit le régime qui les caractérise.

Si la France doit vivre sous une telle économie, indépendamment de la politique qui la conduira, le marché financier doit pouvoir fonctionner de façon satisfaisante.

Pour cela, comme l'indique M. Lescure, « il importe de maintenir une bourse active, apte à négocier actions et obligations. Après la paix, les capitaux retrouveront leur emploi productif... L'épargne sera plus nécessaire encore que de nos jours. Aujourd'hui elle fait obstacle à l'inflation en diminuant la demande de marchandises. Demain, devenue productrice, elle agira sur l'offre des produits. Elle sera un antidote encore beaucoup plus efficace de l'inflation. Une politique fiscale adéquate devra encourager l'épargne... La bourse, avec son double marché officiel et semi-officiel, présente toute garantie pour la négociation de grosses masses de valeurs mobilières. Les règlements non écrits qui l'enserrent aujourd'hui devront être assouplis. Car un large marché sera indispensable au pays, au moment où les stocks de toutes sortes seront à refaire. Beaucoup de détenteurs réaliseront en bourse leurs actifs mobiliers. Il importe que ces réalisations ne soient pas suivies d'un effondrement des cours ou

d'une impossibilité de réaliser. La politique anti-inflationniste, qui conduit aujourd'hui à pénaliser l'acheteur d'actions, devra faire place à une politique différente... Un marché large et sûr s'imposera après la guerre. Et pour l'obtenir, le rétablissement du titre au porteur, beaucoup plus facile à placer et à négocier, méritera le plus sérieux examen. De même nous n'aurons un marché largé, capable de résister à des ventes massives de titres, que si nous rétablissons le marché à terme... ».

Ainsi restauré, le marché sera à même de faire face aux tâches de demain.

Vu : *Le Doyen,*

CH. RIPERT.

Vu : *Le Président,*

NOYELLE.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,

Gilbert GIDEL.



BIBLIOGRAPHIE

- L. BAUDIN. — La réforme du crédit. Libr. Gén. de Droit, 1938.
- L. BROCARD. — Conditions générales de l'activité économique. Truchy II. Sirey, 1934.
- DETRY. — L'Épargne, obligatoire. Th. Paris, 1942.
- P. DIETERLIN. — L'Épargne, in Ch. Rist et G. Pirou : « De la France d'avant-guerre à la France d'aujourd'hui ». Sirey, 1939.
- J. HAMEL. — La limitation des dividendes et des tantièmes. A.N.S.A., 1942.
- B. HOMMEY. — Bourse et économie dirigée. Th. Paris, 1942.
- C. JAMES. — Les formes d'entreprise. Truchy, Tome III. Sirey, 1935.
- G. JÈZE. — Science des finances et législation financière, 1909.
- M. GRANGÉ. — L'autofinancement. Th. Paris, 1943.
- H. LAUFENBURGER. — Le commerce. Truchy, Tome IV, 1938.
— Les banques françaises. Sirey, 1940.
— Précis de législation financière. Tome II, Dette publique et richesse privée. Sirey, 1942.
— Le financement de l'économie française d'aujourd'hui, centre d'information interprofessionnelle, 1942.
- J. LESCURE. — L'épargne en France, 2^e édit. Domat-Montchrestien, 1936.
— Après la paix. Reconstruction économique. Lib. Gén. Droit, 1943.
- DE LESTRADE. — Finances de guerre 1939. Th. Paris, 1942.
- MANTOUX. — L'épargne forcée monétaire. Th. Lyon, 1942.
- J. LOUTCHITCH. — Les variations du taux de l'intérêt en France de 1800 à nos jours. Alcan, 1930.

J. LHOMME. — Capitalisme et économie dirigée. Lib. Gén. Droit, 1942.

— Le taux de l'intérêt et l'évolution économique. Sirey, 1936.

J. MARCHAL. — La taxe exceptionnelle sur les plus-values des valeurs mobilières. Droit social, n° 2, 1941.

G. MARTIN. — Etudes sur quelques problèmes posés par les investissements. Thèse, Lyon, 1942.

MOUCHOTTE. — Problèmes français de crédit et de financement. Thèse, Paris, 1941.

MOSSÉ. — Les investissements dans l'économie capitaliste et dans l'économie planifiée. Revue d'économie politique, 1934.

— L'économie collectiviste. Durand-Auzias, 1939.

B. NOGARO. — Cours d'économie politique. Domat-Montchrestien, 1943.

H. NOYELLE. — Utopie libérale, chimère socialiste, économie dirigée. Sirey, 1933.

— Les divers modes d'économie dirigée. Mélanges Truchy, 1938.

F. PERROUX. — Cours d'économie politique, 1^{re} édition. Domat-Montchrestien, 1938.

— Capitalisme et communauté de travail. Sirey, 1938.

A. POSE. — La monnaie et ses institutions. Presses Universitaires, 1942.

J. SAINT-GERMÈS. — Bourses et banques. Nouvelle réglementation du marché financier. Lib. Gén. Droit, 1942.

TRUCHY. — Finances de guerre de la France. 1924.

Institut de recherches économiques et sociales. Evolution de l'économie française.

Statistique Générale de la France.

Agence économique et financière.

Journal de la Bourse.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	9
------------------------	---

PREMIÈRE PARTIE

<i>L'économie de guerre et le fonctionnement du marché financier</i>	11
--	----

CHAPITRE PREMIER. — L'ÉTAT ET LE MARCHÉ DES CAPITAUX	13
--	----

Section I. — <i>L'Etat et le marché financier.....</i>	14
--	----

Section II. — <i>Le marché des capitaux et le financement de la guerre</i>	17
--	----

Section III. — <i>La situation présente de la bourse..</i>	22
--	----

CHAPITRE II. — LE CONTRÔLE DU MARCHÉ FINANCIER..	29
--	----

Section I. — <i>L'intervention de l'Etat sur le marché des rentes</i>	31
---	----

Section II. — <i>Contrôle actuel du marché financier</i>	33
--	----

Section III. — <i>Le comportement de la bourse</i>	46
---	----

DEUXIÈME PARTIE

<i>Les modifications de structure de l'économie et le marché financier</i>	52
CHAPITRE III. — L'ÉPARGNE	57
Section I. — <i>Importance croissante de certains organismes</i>	60
Section II. — <i>Evolution de l'épargne depuis la guerre</i>	64
Section III. — <i>Caractères nouveaux de l'épargne actuelle</i>	70
CHAPITRE IV. — LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE	81
Section I. — <i>Rôle du marché financier en économie libérale</i>	82
Section II. — <i>Evolution de l'importance du marché financier</i>	84
Section III. — <i>Le problème du financement dans une économie de reconstruction</i>	89
CONCLUSION	103
BIBLIOGRAPHIE	105

